

Endogeniteit of exogeniteit Over de eeuwige 'kwestie van het geld'

*Leendert Colijn*¹

1. Inleiding: twee visies op de geldhoeveelheid

Op de vraag of de maatschappelijke geldhoeveelheid in een markteconomie een endogene dan wel een exogene variabele is zal nagenoeg elke econoom van tegenwoordig en daarom bekend met de ISLM-weergave van de samenhang tussen de monetaire en de reële sfeer, antwoorden dat de centrale bank uiteindelijk zelfstandig bij machte is de geldhoeveelheid exogeen te bepalen. Deze aanvankelijk door het model afgedwongen werkhypothese ($M = M_s$) is geworden tot een weinig belicht vaststaand axioma.

Deze aanname wordt door Moore (1988) de 'verticalistische' visie genoemd vanwege de verticale positie van de geldaanbodfunctie in de ISLM-modellen. Een autonome centrale bank² kan -indien zij wil- de hoeveelheid optimaal beheersen, zodanig dat de reële rente en werkloosheid niet (veel en langdurig) afwijken van hun 'natuurlijke' niveaus.

De 'horizontalisten' (waartoe Moore zich rekent) veronderstellen daarentegen, dat niet de geldhoeveelheid, maar de geldmarktrente exogeen is. In het geldmarktkwadrant (r - M -ruimte) loopt een horizontale lijn ter hoogte van de exogeen vastgestelde (geldmarkt-)rente. De hoge mate van instabiliteit (zeker

¹ Leendert Colijn is als econoom werkzaam op een onderzoeksafdeling van één van de leidende financiële instellingen in Nederland. Hij bedankt een anonieme referent en een coöperatieve collega voor nuttig en kritisch commentaar. De inhoud blijft natuurlijk geheel voor rekening van de auteur.

² Door de voortschrijdende Europese integratie, de historisch gegroeiende rol van de DM daarin en de noodzaak de geloofwaardigheid van de overeengekomen wisselkoersverhoudingen te handhaven, mogen de niet-Duitse centrale banken niet meer als autonoom worden beschouwd. De filiaalbanken van de Bundesbank *kunnen* niet anders dan een horizontalistisch rentebeleid (in Nederland 'klein monetair beleid' genoemd) voeren, waardoor een verticale geldhoeveelheidsfunctie voor de meeste Europese landen een onjuiste weergave van zaken is. Maar op hoger Europees/Duits niveau is de vraag naar de mogelijkheid en wenselijkheid van een verticalistisch monetair beleid nog immer actueel.

op korte termijn) van de geldvraag is in de horizontalistische optiek fundamenteel inherent aan het fenomeen, dat geld wordt genoemd. De geldhoeveelheid wordt gezien als een resultante van het rentebeleid van de centrale bank en grillige toekomstverwachtingen op de financiële markten. De geldhoeveelheid is daardoor nauwelijks beïnvloedbaar, laat staan beheersbaar. Zelfs al zou de technische mogelijkheid van een hoeveelhedenbeleid met betrekking tot één (van de vele) gelddefinitie(s) bestaan, dan nog twijfelt men aan de doeltreffendheid, gegeven de ontwijkingsstrategieën (financiële innovaties).

De exogeniteitsveronderstelling (ofwel de vraag of de geldhoeveelheid in een ontwikkelde markteconomie zich wel gedraagt als zou zij door krachten buiten het economische model worden beheerst) wordt in het economie-onderwijs weinig of niet geïnterpreteerd³. De theoretische en empirische discussies over de geldhoeveelheid worden geïnterpreteerd als betreffende de vermeende stabiliteit van de omloopsnelheid van het geld, *gegeven* de geldhoeveelheid. Een gerelateerde vraag luidt of het wel verstandig is een geldhoeveelheidsbeleid te voeren uit oogpunt van stimulering van economische welvaart. En als dat wel zo is, moet dat volgens een vaste regel of meer ad hoc (het zogenaamde 'rules' versus 'discretion' debat)?

Door de quasi-vanzelfsprekendheid waarmee in economische verhandelingen wordt uitgegaan van de in principe exogeniteit van de geldhoeveelheid zal bij een 'overmatige' geldgroei nogal makkelijk naar de klaarblijkelijke 'laksheid' van de centrale monetaire autoriteiten worden gewezen.

In het volgende wordt dit axioma in historisch en methodologisch opzicht geïnterpreteerd. In paragraaf 1 wordt benadrukt, dat er over dit axioma toch nog wordt en moet worden getwist, maar dat er weinig reden is te vertrouwen op een spoedige beslechting van dit debat. In paragraaf 2 wordt aan de geschiedenis van de monetaire kernvraag ("wat is geld?") herinnerd, door de perioden van verhevigde twisten sinds het vroege kapitalisme te belichten. Daarna komt het endogene geldsbegrip in de traditie van de 'banking school' en van Keynes ruim aan bod (paragraaf 3). Hoewel de endogeniteit moeilijk empirisch getoetst lijkt te kunnen worden, geldt dit evenzeer voor de exogeniteitshypothese (paragraaf 4). Tenslotte wordt in paragraaf 5 bescheiden

³ Naast Dow en Earl (1982) vormt Klant en van Ewijk (1988) een Nederlandstalige uitzondering. Vanwege de instroom uit het buitenland is er voor Nederland sprake van een endogeen geldaanbod (280). In hoofdstuk 8 wordt bovendien beschreven dat het monetair toezicht (vanwege het surplus aan solvabiliteit en liquiditeit van de banken) allesbehalve knellend is, maar in de beschrijving van de theorie van Keynes (233vv) figureert weer zonder vraagtekens de verticale (exogene) geldaanbodsfunctie.

geconcludeerd, dat de continuïteit in de theoretische debatten over het geldbegrip en de empirische moeilijkheid een geldhoeveelheidsbeleid te voeren erop duiden, dat de monetaire kernvraag het vooralsnog verdient steeds opnieuw gesteld te worden.

2. Over beslechting van een wetenschappelijke vraag

- Het geldprobleem is zo oud als de economische wetenschap zelf. Het vormde mede de kern van het - in handboeken te vaak slechts in inleidende hoofdstukken aangestipt - normatief getinte debat tussen de aanhangers van de 'currency school' en de 'banking school' in de vorige eeuw, die daarmee een scholenstrijd voortzetten die van nog oudere datum was.

Volgens Sijben (1990,6) is deze strijd

zoals bekend...beslecht ten gunste van de aanhangers van de 'currency school', waarbij de bankbiljettenuitgifte aan een bepaald dekkingstelsel werd onderworpen en de maatschappelijke geldhoeveelheid werd gereguleerd.

Deze visie is niet verrassend of bijzonder, want zij geeft inderdaad de 'trained intuition' (deze sympathieke term is van Tobin; kwade tongen zouden het als 'hammered indoctrination' kenschetsen) weer en schept tegelijkertijd de indruk dat de economische wetenschap deze discussie eindelijk maar toch én terecht naar de archieven heeft verwezen.

Maar er is wel iets op deze schijnbaar zo evidente conclusie af te dingen:

1. Niets wordt gezegd over de de mogelijke gronden, waarom de 'banking school' het onderspit moest delven. Dat de 'currency school' domineert en haar theoretisch-logische vervolg kreeg in de Chicago-school en de 'Nieuw-Klassieken', doet niets af aan het wetenschappelijke probleem of deze overwinning in de vorm van aantrekkingskracht op beleidsmakers in de monetaire hoofdsteden van de huidige wereld wel verdiend is. Goodhart (1989,209) bijvoorbeeld stelt, dat het zich verschuilen achter een geldgroeiregel de monetaire autoriteiten een kant-en-klaar excuus gaf om niet in de wellicht pijnlijke en vooral politieke discussie over de rentestand verzeild te raken. Door op het 'optimale geldaanbod' te koersen wordt de prijs van het geld gedepolitiseerd, net als dat bij brood en bioscoopkaartjes het geval is. Dat er desondanks de facto toch een geldprijsbeleid wordt gevoerd, zou het publiek maar beter niet mogen weten.
2. De na-oorlogse macro-economische ideeëngeschiedenis kent niet alleen de opkomst van het zo wijdverbreide 'ISLaMitsche Keynesianisme' (door Joan Robinson ook wel 'bastard Keynesianism' genoemd), dat

zowel inzichten van Keynes als van Walras in zich poogde te verenigen, maar ook twee polen: het strenge monetarisme en het post-Keynesianisme (waaronder in bepaalde monetair-theoretische opzichten zelfs Von Hayek gerekend moet worden, zie Hoogduin, 1991,156vv). Deze beide denkrichtingen staan diametraal tegenover elkaar in hun interpretatie van wat geld is en welk monetair beleid gevoerd zou moeten worden door de monetaire autoriteiten. Tegenover M. Friedman van de jaren '60 en '70 (geld is in principe exogeen en behoort dat te blijven) staat N. Kaldor (de geldhoeveelheid is volledig vraag-gedetermineerd, fixeren van de geldhoeveelheid frustreert de reële economische ontwikkeling), die de 'beslechte' twist in Engeland weer wist op te rakelen.

3. Voorts blijft onduidelijk in hoeverre de 'beslechting' tot in de details is volbracht: welke vormen van geld zijn exogeen? Betreft dat commodity-geld (goud, sigaretten, schelpjes), of ook fiat-geld (bankbiljetten als schuldbekentenissen van de centrale bank)? Maar geldt dat ook voor het moderne ongrijpbare credit-geld (bankgeld of boekhoudkundige geld), of sterker nog voor off-balance verplichtingen (in de meest eenvoudige vorm bijvoorbeeld onbenutte kredietruimte bij banken), welke evenzeer een algemeen-geaccepteerde en/of ultra-liquide vermogensvorm zijn geworden?
4. Tenslotte zegt het onderworpen zijn van een individuele geldscheppende bank aan een door de monetaire autoriteiten opgelegd dekkingstelsel nog niets over de mate van onbenutte ruimte voordat de solvabiliteitseisen en liquiditeitsvereisten gaan knellen. Meer ruimte betekent meer vrijheid voor de geldscheppende banken. Bovendien zijn er nog de verwachte meegaandheid en souplesse van de toezichthoudende centrale bank met betrekking tot de genoemde balansvereisten in geval van liquiditeitsproblemen. Dit laatste is met name relevant wanneer de instandhouding van de stabiliteit van het financiële stelsel (een primaire verantwoordelijkheid van de centrale banken en de ministers van financiën) als geheel niet anders dan de doorbreking van zelf-opgelegde normen zal moeten betekenen⁴. De monetaire autoriteiten die een strikt geldhoeveelheidsbeleid zouden willen volgen, kunnen komen te staan voor de nijpende keuze tussen 'laksheid' en financiële-systeemcrisis.

Dat de scholenstrijd nog niet is beslecht moge blijken uit een voortbestaan -in

⁴ Vergelijk bijvoorbeeld de huidige bancaire problemen in Noorwegen, Zweden en Finland, de spaarbankcrisis in de V.S. Op internationaal niveau speelt sinds 1982 het IMF de rol van 'system defender' (Maddison, 1985,78) en daarmee indirect van 'lender of last resort' van de in Zuid-Amerika vastgelopen Noordamerikaanse banken speelt.

de marge weliswaar- van het denken in de traditie van Keynes en de 'banking school'. Ook zijn de 42 hoofdstukken in the *New Palgrave: A Dictionary of Economics* (1989) met betrekking tot geld en het geldwezen een tastbaar bewijs, dat het fundamentele geldvraagstuk nog allesbehalve uit de weg is geruimd. In een overzichtsartikel van Humphrey (1988) wordt de historische continuïteit van de scholenstrijd juist benadrukt. Een tweetal publicaties van de afgelopen jaren onderwerpt de these van de exogene geldhoeveelheid aan de empirie. De reeds aangehaalde monografie van Moore (1988) is geheel gewijd aan het vraagstuk van de geldhoeveelheid en de implicaties voor het economische beleid van zijn empirische bevindingen. Een toetsing van een drietal monetaristische axioma's (waaronder dat van de exogeniteit van de geldhoeveelheid) is onderwerp van een wetenschapsfilosofisch getinte studie van Healey (1990). Beide studies komen met nogal negatieve conclusies met betrekking tot de exogeniteit van het geldaanbod, maar de beslechting van de geldvraag zal in de praktijk maar weinig met economie van doen hebben. Na een indrukwekkende lijst van 'fundamentele onwaarheden' uit het monetaristisch-keynesiaanse ISLM-schema (de neoklassieke synthese) te hebben opgenoemd, verwijst Moore (1988, pp.xiv-xviii) naar experimenten uit de kennispsychologie, waaruit blijkt dat mensen informatie alleen dan opnemen als deze spoort met hun basisstelregels. De geschiedenis van de wetenschap -zo stelt Moore- suggereert, dat een verticalistisch voorgeprogrammeerde econoom niet na lezing van zijn ruim 400 pagina's tellende boek vol aangeboden empirisch getoetste tegen-bewijslast zijn visie zal herzien. Onderzoeken in de wetenschapssociologie en -psychologie bevestigen veeleer Keynes' vermoeden, dat overtuiging en overredingskracht belangrijker zijn dan 'dodelijke bewijslast'. Appeleren aan de intuïtie van de lezer (Keynes: "when he has none one is helpless!") is niet alleen effectiever, maar ook efficiënter dan een wiskundig onderbouwde bewering of enig wettig document (zie Keynes, 1979, vol 29,150-1). Terwijl Moore op z'n minst nog een poging doet de exogeniteitshypothese 'positivistisch' te benaderen en te zoeken naar empirisch bewijsmateriaal, stelt Healey (1990,33-4) dat elk 'empirisch' bewijs (belastend én ondersteunend) een produkt is van langdurig kneedwerk en partijdige selectie. Daardoor twijfelt hij niet alleen aan het monetarisme maar ook aan de postkeynesiaanse geldtheorie als 'progressieve' bijdragen aan de economische wetenschap. De economische wetenschap mag dan bloeien, van wezenlijke voortuitgang lijkt geen sprake.

Empirisch bewijsmateriaal leidt niet makkelijk tot verandering van gedachten en inzichten. De energie, die nodig is om een eenmaal aangenomen geloof te veranderen door feiten mag niet onderschat worden. Men kan zich immer verschuilen achter de ceterus paribus clause in het geval een interpretatie van de werkelijkheid wat implausibel wordt.

Ook Dow en Earl (1982) zien het niet veel anders:

Which theoretical approach an economist will believe to be best will depend on her academic upbringing, the circles within which she moves, and the country whose affairs claim most of her attention, as well as her inbuilt predispositions. ...If (a theoretical approach) is launched at an inopportune moment, is poorly packaged, is too complex for the consumer to grasp, then it will not find a market. Similarly, a skilful salesperson may be able to sell a veritable "lemon"...to the market. (177-8).

Horizontalisten staan daarom voor een welhaast 'donquichotterige' opgave in hun bijna-eenzame kruistocht tegen wat de mainstream windmolens kunnen worden genoemd⁵. Tegelijkertijd is natuurlijk de persoonlijke inclinatie van een horizontalist eveneens een resultante van paradigmatische predispositie en academische opvoeding. En zoals uit Moore's reconstructie van de vormings-geschiedenis van Keynes' standpunten dienaangaande (Moore, 1988,171-208) blijkt, ook een van inconsistenties.

Daardoor zal het essentiële debat over de geldvraag nog lang actueel én onbeslecht blijven.

3. Over de kwestie van het Geld

Het probleem geld is zo oud als de economische wetenschap. Toch is het geldebegrip niet eenduidig omschreven. Hicks' definitie luidt eenvoudig en mysterieus: "Money is what money does". Geld vervult volgens de handboeken drie functies: rekeneenheid, ruilmiddel en vermogensaanspraak. De hoeveelheid ervan in omloop wordt meestal gezien als een gegeven, zoals de hoeveelheid goud, zilver, schelpjes e.d. (zeker op korte termijn) als gegeven kunnen worden beschouwd. In de niet-mainstream economie wordt daarbovenop echter juist gewezen op het kredietgeld als een vorm van vertrouwen in de emittent ervan en in de toekomst. Dit kredietgeld heeft niets stoffelijks dan dat van een stukje papier of van een bankafschrift, de intrinsieke waarde is nihil. Het is niet meer dan een impliciete belofte of een claim op goederen in een onzekere (fundamenteel onkenbare) toekomst. Wellicht het belangrijkste ingrediënt van een kredietgeldeconomie is de mate van vertrouwen in de vervulling van die belofte.

In een overzichtsartikel over de theoretische en politieke controverses met betrekking tot de monetaire kernvraag onderscheidt Humphrey (1988) een drietal golven van debat over het wezen van het geld:

⁵ Er zijn maar weinigen, die Moore expliciet tot zijn geloofsgenoten wil rekenen: Paul Davidson, Charles Goodhart (zie zijn messcherpe aanval op de veronderstelling van een exogene 'monetary base' in the New Palgrave (1989,206-11)) en natuurlijk Nicholas Kaldor, de naoorlogse heruitvinder van de endogeniteitsketterij.

- a de bullionisten vs. de anti-bullionisten (1797-1821)
- b de currency school vs. de banking school (1821-1845) en
- c de controverse tussen het monetarisme en de traditie van Keynes (jaren dertig tot heden).

Ad a)

De veronderstelling dat geld een goed is (commodity money) of tenminste als chartaal ('fiat') geld in een vaste verhouding met een aanwijsbaar in een bankkluis bewaard goed verbonden is, ligt ten grondslag aan geldtheoretische debatten sinds het midden van de achttiende eeuw. David Hume publiceerde toen zijn *On money*, waarin de kwantiteitstheorie van het geld uit de doeken wordt gedaan (Laidler, 1989, 62; Friedman, 1989, 1). Daarin wordt aannemelijk gemaakt dat prijsstijgingen in Europa in de tweede helft van de zeventiende eeuw een gevolg waren van goud- en zilverinvoer uit Zuid-Amerika door de Spaanse kolonisten. Aangezien Hume ervan uitging dat alleen edelmetalen als ruilmiddel dienst konden doen en -vanwege de a priori stabiel veronderstelde waarde (prijs) van goud en zilver- deze metalen de maat van alle dingen dienden te zijn, was de link tussen waargenomen prijsniveau en geldomloop niet onbegrijpelijk. Later zou dat vertaald worden als 'inflatie is een monetair fenomeen' en 'de geldhoeveelheid is exogeen; een teveel ervan (of dat nou uit Spaanse schepen of uit Friedman's helicopters komt) leidt alleen maar tot prijsstijgingen'.

Deze monetaristische visies kenmerkten in wezen reeds de *bullionisten*. Dezen kwamen in het geweer toen de Bank of England de convertibiliteit van het eigen 'fiat' geld in 'commodity money' (goud) opschortte in verband met de Napoleontische oorlogen. Tegelijkertijd traden er prijsstijgingen op in Engeland. Geleid door David Ricardo wezen de bullionisten de beschuldigende vinger in de richting van de Bank: deze had de papieren geldhoeveelheid uit de hand laten lopen, waardoor een overschot aan binnenlandse vraag de prijzen (bij gebrek aan indexcijfers gemeten in de premie van echt goud boven inconvertibel 'papiergoud') opdreef. Had de Bank of England minder papiergoud in omloop gebracht dan waren de prijzen niet gestegen. Een prijsstijging duidt op een excessieve geldcreatie en de Bank of England (een quasi-centrale bank in die tijd) was daar in de bullionistische ogen de eerstverantwoordelijke voor.

Volgens de *anti-bullionisten* was er niets mis aan het gedrag van de Bank of England. De door de bullionisten waargenomen prijsstijging en invoerstijgingen waren het gevolg van misoogsten en handelsblokkades tegen Engeland tijdens de Napoleontische tijd. Kosteninflatie heeft zijn oorzaken in de reële sfeer, niet in de monetaire. In de tweede plaats hingen de anti-bullionisten de gedachte aan, dat geldemissie door het bankwezen alleen dan geschiedt als dat gebeurt ten behoeve van reële en productieve transacties. Tegenover een groei van de geldvoorraad staat een navenante (geplande) toename van productie. Het papier

wordt gedekt door een reële grootheid: de *real bills doctrine* is geboren. In hun ogen had de Bank of England zoals het een goed bankier betaamt (en naar ex post bleek) bijna alleen winstgevende projecten gefinancierd. Ook zagen zij niet in hoe de maatschappelijke geldhoeveelheid kan groeien zonder dat er behoefte aan is. Immers omdat de vragers ervan aan de bank wel een rente moeten betalen, zullen zij nooit meer geld lenen dan zij voor reële winstgevende transacties nodig denken te hebben. De anti-bullionisten stelden in feite dat de vraag naar geld en het geldaanbod niet te onderscheiden zijn. De geldhoeveelheid in omloop is volledig vraag-bepaald. In tegenstelling tot een goed, dat tot een onverkoopbare winkeldochter kan verworden, zal er nooit overproductie van papiergeld kunnen bestaan, mits aan de eis van de verwachte winstgevendheid van de te financieren projecten is voldaan. In hun kritiek op het anti-bullionisme benadrukten de bullionisten, dat het nogal wat uitmaakte welke rente de Bank of England aan haar klanten in rekening bracht: lag deze ver onder de winstvoet, dan zou er geen eind komen aan de vraag naar betaalmiddelen uitgegeven door de Bank. Wellicht zonder zich ervan bewust te zijn geweest stapten de bullionisten in deze kritiek af van hun geloof in de exogeen te bepalen geldhoeveelheid: immers, ze lieten de voorwaarde van een vaste geldhoeveelheid los. Een voldoende hoge rente zou de ongebreidelde geldgroei kunnen beperken tot die hoeveelheid, waar de zakenwereld behoefte aan had. Van een pleidooi voor een 'verticalistisch' hoeveelhedenbeleid werd overgestapt op een advies om een 'horizontalistisch' rentebeleid te voeren.

Ad b)

Tijdens het currency school vs. banking school debat werd de strijd nog eens overgedaan⁶. Maar beide partijen in het debat waren enige ervaringen rijker geworden: de *currency school* was zich ervan bewust dat het door de handelsbanken beloven van inwisselbaarheid van papiergeld tegen goud geen voldoende garantie gaf tegen overmatige gelduitgifte, zoals door hun voorvaders de bullionisten nog als probleemloos werd aangenomen. Er was een wettelijke regeling nodig die de emissie van papiergeld één-op-één bond aan de goudvoorraad. De naleving van dit principe van de 100 %-goudenstandaard zou een toezichthouder moeten garanderen. De chartale geldhoeveelheid zou (boven een kleine ongedekte hoeveelheid) volledig dienen te zijn gekoppeld aan de goudvoorraad van de centrale Bank of England. Kredietgeld in de vorm van depositobewijzen van handelsbanken werd echter nog geheel vrijgesteld van

⁶ Overigens worden hier, maar volgens A. Schwartz (1989,41) ten onrechte, de standpunten van de Free Banking School (verwijzend naar het toenmalige Schotse bankstelsel) impliciet als extreme variant van het Banking School-gedachtengoed beschouwd. Hoewel in tegenstelling tot de Free Bankers de aanhangers van Banking School wel de wenselijkheid van een staatsmonopolie op papiergeldemissie verdedigden, zagen beide groepen grosso modo geen reden het commerciële geldscheppende bankbedrijf wettelijk te reglementeren.

dekking, want deze werden nog niet gezien als een geldcomponent. In feite werd het edelmetaal enig wettig betaalmiddel, zij het dan dat het goudcertificaat als gegarandeerde unieke representant van een x-tal grammen goud in de kluizen van de banken dienst deed. Deze ideeën vormden de basis van de Engelse wetten betreffende het bankwezen tussen 1844 en 1912.

De *banking school* daarentegen dacht dat de effectieve regulatie van de leenportefeuille van de banken niet alleen niet mogelijk was, maar ook niet eens wenselijk, mits er maar sprake was van een recht op conversie tegen metaalgeld. Elk moment dat een economisch agent geen behoefte meer had aan een vordering op een bank, kon hij daarmee zijn lening bij één van de banken aflossen, kon hij deze ruilen voor een goed of een dienst van één van de andere participanten (als aggregaat altijd in een schuldpositie vis-à-vis het bankwezen) in het economische verkeer of naar eigen goeddunken zijn papiergeld tegen metaalgeld inwisselen. De "law of reflux" fungeerde als automatisch veiligheidsmechanisme. In het geval van inwisseling tegen metaalgeld zou de betreffende bank minder ruim bij 'metaal-kas' gaan zitten en uit voorzorg en ter waarborging van de eigen kredietwaardigheid de geldemissie beperken. Goed bankierschap en winstmaximalisatie (die geenszins wettelijk afgedwongen kunnen worden) zouden er voor zorgdragen dat er geen overmatige papiergeldemissie plaatsvinden kon. De hoeveelheid papiergeld kon in hun ogen nooit de vraag ernaar overtreffen. De emissie ervan was een gevolg van de behoefte aan financiering in de reële sfeer. Om reële groei mogelijk te maken zou het bankwezen onbeperkt willen en moeten toegeven aan de geldbehoefte van het bedrijfsleven.

De aanhangers van de *banking school* zagen geen gevaar voor het prijsniveau. De prijzen werden net als bij de *bullionisten* verklaard uit factorinkomens (lonen, winstopslag) en invoerprijzen. De (groei van de) maatschappelijke geldhoeveelheid verklaarde niet het prijsniveau (of de prijsontwikkeling), maar was een anticipatie van kosteninflatie. Een rigide verplichting een bepaalde gouddekking aan te houden zou het bankwezen in zijn rol als financier van economische groei alleen maar kunnen beperken. Bovendien, zo voorzagen de *banking school* theoretici, zou een beperking van de activiteiten van de banken leiden tot de introductie van quasi-geld zoals wissels en schuldbekentenissen, die geheel buiten het bankwezen maar veel minder efficiënt in omloop zouden komen. De markt vindt altijd wel een innovatie, die als geld kan fungeren, bank of geen bank, regulatie of geen regulatie. De liquiditeitsbehoefte is als een ballon; beperking van de ene soort geld veroorzaakt expansie van een andere vorm van liquiditeit.

Humphrey (1988,7) meldt overigens, dat de bankwet van Engeland niet zo rigide werd uitgevoerd als de *currency school* zou hebben gewild. Zo werd wél erkend dat er een 'horizontalistische' accommoderende 'lender of last resort' nodig was in geval van financiële paniek, waardoor het vasthouden aan een dekkingsnorm in feite meer een verbale 'verticalistische' dreiging dan een

feitelijk gevoerd beleid is geweest. En Goodhart (1989) komt tot een soortgelijke harde conclusie:

In practice, however, the banking system has never worked in this (verticalist, lc) manner....Central Banks...historically assure...that the system as a whole can always obtain access to whatever cash the system may require in order to meet its needs, though at a price of the Central Bank's choosing (in order that)... interest rates will not be varied capriciously.... This reality is, unfortunately, sharply in contrast with the theoretical basis both of many economists' models, and also of their teaching. (208-9; onderstrepingen in origineel).

Ook Zimmermann (1987,175) schrijft over monetaire crises in de vorige eeuw, die mede door het loslaten van het dekkingsbeginsel werden opgelost. In feite werd daardoor toegegeven dat het afstappen van een 'verticalistisch' geldhoeveelheidsbeleid -via het voorkomen van de ineenstorting van het financiële systeem- gunstige reële ontwikkelingen kan bevorderen. De monetaire autoriteit (via de private clearing houses) ging in feite over tot het hanteren van een 'horizontalistisch' rentebeleid en stond toe dat banken tegen een rentevergoeding elke gevraagde hoeveelheid chartaal geld leverden.

Het probleem bestond daarin, dat de geldhoeveelheid weliswaar mogelijk vraaggedetermineerd was, maar dat er wel een rente moest worden bepaald. De gevolgen van deze leemte bleken dramatisch tijdens de Duitse hyperinflatie van 1923. De Reichsbank beweerde slechts te voorzien in de gerechtvaardigde behoefte aan betaalmiddelen in de reële sfeer, tegen een rente die een fractie was van de prijsstijgingen. De Duitse monetaire autoriteiten konden niet geloven dat de simpele uitgifte van bankbiljetten tegen leningen bij de banken tot prijsstijging zou kunnen leiden. Daar zou volgens R.F. Kahn (geciteerd in Moore, 1988,87) overigens een kern van waarheid in kunnen zitten, en zijn ervaringen doen denken aan de onverwacht grote prijsstijgingen in Rusland van begin 1992 ondanks het nijpende tekort van papier voor de roebelproductie:

My own prejudice against the Quantity Theory dates from August 1923....Towards the end of the month the German bank note printers went on strike. The banks severely rationed their customers....I spent three hours every morning standing in a queue outside a bank, only to draw a sum in notes entirely inadequate to the family's needs. But the strike did not put any curb on the regular doubling of prices every 24 hours. (uit: The making of Keynes' General Theory, 1984).

Ad c)

Met de geschriften van Keynes kwam veel gedachtengoed van de banking school weer in nieuwe vorm naar boven: er is niet zoiets als een voorspelbare

constante behoefte aan geld in de economie; economische fluctuaties zijn niet (alleen) te wijten aan monetaire factoren. Keynesianen benadrukten de rol van arbeidskosten, monopolievorming en machtsfactoren in de prijsvorming. Het is met name Kaldor geweest die in de traditie van Keynes op dit punt heeft voortgebouwd. De geldhoeveelheid wordt bepaald door de geldvraag (gegeven de rente), een overmatige geldhoeveelheid is niet denkbaar en hoeveelheidsbeperking in de ene categorie van geld leidt tot een groei van geldsubstituten (de ballonvisie op de liquiditeitenmassa).

Daarentegen leven de ideeën van de currency school voort in het *monetarisme*, dat op al de bovenbeschreven punten diametraal tegenover die van Kaldor staan. Monetarisme is in essentie een doctrine over het belang van de geldhoeveelheid voor de (nominale) economische ontwikkeling. De basisstelling is eenvoudig: de veranderingen in de geldhoeveelheid zijn de dominante oorzaak van elke verandering in het nominale geldinkomen. De reële ontwikkelingen in de economie worden nagenoeg geheel bepaald door reële factoren, zoals het aanbod van arbeid, technologie, kapitaal en door verstoringen via bijvoorbeeld overheidsingrijpen. Geld kan in dit proces geen reële invloed hebben: op de lange termijn speelt geld geen rol, op korte termijn wellicht in het geval dat de economische participanten zich laten leiden door geldillusie. Maar zodra zij er achter komen dat hun 'teveel' aan geld geen invloed heeft op het aanbod van produkten, maar alleen op de prijzen ervan, zullen zij inzien bij de neus te zijn genomen door met name de monetaire autoriteiten. Het zijn immers deze, die in de gedachtengang van de currency school verantwoordelijk zijn voor het binnenlandse geldaanbod en dan ook stevast door monetaristisch denkenden van laksheid en toegeven aan politieke druk worden beschuldigd in tijden van prijsstijgingen.

Op basis van een veelvoud van empirische studies over het verband (statistische correlatie) tussen geldhoeveelheid en nominaal inkomen wordt geconcludeerd dat er een voorspelbare en stabiele vraagfunctie naar geld bestaat. De kwantiteitstheorie, die nog door Hume is gebruikt, zou daarom niet aan vernieuwing toe zijn, laat staan aan afschaffing.

4. Over geld en banken 'in de traditie van Keynes'

Post-Keynesianen ('in de traditie van Keynes', maar zeker niet noodzakelijkerwijs aanhangers van alle ideeën van Keynes) geloven dat de echte economieën geldeconomieën zijn. Friedman's monetarisme hanteert in postkeynesiaanse ogen een model van een ruileconomie, zoals de wereld volgens Walras, waarin geen enkele verklaring voor het bestaan van geld kan worden gegeven. Het bestaan van geld verandert niet alleen de hoogte van de transactiekosten: de invloed rijkt verder dan het versnellen van het totstandkomen van economische transacties. Geld is niet neutraal, zoals dat door de monetaristen en de verwante neoklassieken wordt aangenomen.

Over het probleem geld in de neutraal-geld wereld van Walras en Friedman worden de inzichten van F. Hahn (die zichzelf tot de theoretici 'in de traditie van Walras' rekent), met instemming geciteerd door Moore, (1988,238-9):

There is nothing we can say about the equilibrium of an economy with money that we cannot say about the equilibrium of a non-monetary economy (1973)...

en

A world in which all contingent future contracts are possible neither needs nor wants money (1981).

Hahn blijkt daarmee toe te geven, dat het niet mogelijk kan zijn binnen een paradigma waarin voor geld geen reële economische functie is weggelegd en waarin geld zelf overbodig is, een monetaire theorie te ontwikkelen. Kredietverlening komt niet voor in de wereld van de Walrasiaanse veilingmeester en is zelfs niet nodig want in het algemeen-evenwichtsmodel vinden er geen transacties plaats voordat alle prijsverhoudingen vastliggen op een niveau dat de markten ruimt. Fama (1980,39vv) probeert vanuit een neoklassieke kijk een beschrijving te geven van het bankwezen en noemt twee functies van banken in een economie: portfolio-management voor de klanten en leverancier van betaaldiensten. Het woord krediet in de betekenis van geldschepping wordt in het artikel niet genoemd. Het geld waarover hij het heeft is numeraire en tegelijkertijd een "real economic good": het aanbod van deposito's is het totaal vermogen van de economie in reële termen, alsof de deposito's van de banken vol met goederen zijn gestort. Fama heeft het over een "stable general equilibrium in a non-monetary economy" (44) en stelt dat "money plays no essential role in such a system" (40). Ook de rol van banken is minimaal:

...a competitive banking sector is largely a passive participant in the determination of a general equilibrium, with no special control over prices or real activity... (47; onderstreping toegevoegd)

Hoe veel dynamischer is niet de visie van Keynes⁷ op het bankwezen:

By the scale and the terms on which it is prepared to grant loans, the banking system is in a position...to determine -broadly speaking- the rate of investment by the business world (1930, 138)

⁷ Moore (1988,171-208) beschrijft hoe Keynes decennialang bleef worstelen met het klassieke gedachtengoed. Exogeniteit en endogeniteit worden heurtelings voorondersteld, hoewel uit de algemene boodschap van Keynes afgeleid kan worden, dat hij een endogeniteitsaanhanger is geweest.

en

(I)n general, banks hold the key position in the transition from the lower to a higher level of activity....the power of the (commercial, lc) banks stems from their control over the supply of money -i.e. liquidity (Keynes, 1973b, 222 en 111)

Wat is dan in de traditie van Keynes (en de banking school) de rol van geld in een reële markteconomie?

In de eerste plaats is geld strikt verbonden met de begrippen tijd en Knightiaanse niet-calculerbare unieke onzekerheid (niet te verwarren met verzekerbaar risico). Geld staat toe een aankoopbeslissing voor onbepaalde tijd uit te stellen, zolang de houder van geld zich nog niet zeker genoeg voelt voor zo'n beslissing nu. Onzekerheid en niet terug te draaien tijd zijn de oorzaken van het bestaan van het fenomeen geld: geld verdient meer dan een status als appendix aan een algemeen-evenwichtsmodel. Geld is een tijdsmachine voor het verplaatsten van koopkracht in de tijd. Goederen zijn daarvoor niet geschikt: zij zijn in de toekomst wellicht niet meer zo liquide als nu. Geld daarentegen wordt algemeen geaccepteerd, omdat het lage transactiekosten heeft en gedekt wordt door een legaal systeem en als rekeneenheid voorkomt in afdwingbare contracten. Natuurlijk kan een efficiënt interbancair betalingssysteem (clearing system) de aantrekkelijkheid van het geldgebruik verhogen, maar niet verklaren (Davidson, 1978, 147). Immers, als de gemeenschap het vertrouwen in de staat als afdwinger van het nakomen van contracten verliest, breekt zelfs het meest efficiënte betalingssysteem ineen, gaat men over tot ruilhandel en kan bij gebrek aan kredietgeld economische groei niet meer voorgefinancierd worden en nauwelijks tot stand komen.

Daarom is geld is een institutioneel bepaald sociaal fenomeen en geen goed. Het is een communicatiemiddel, dat door instituties (zoals de staat) en conventies (bijvoorbeeld het nominale loon) tot een stabiel referentiepunt in de economische sfeer wordt (Van Alteren, 1992, 53). "Money is what money does" is wellicht de beste omschrijving van wat geld tot geld maakt: een sociale selffulfilling prophesy, die uitkomt zolang ieder gelooft dat de ander erin gelooft en zal blijven geloven. Dat geld geen goed is komt duidelijk naar voren als men (zoals Davidson, 1978, 145 en Dutt & Amadeo, 1990, 85vv) in bijna neoklassieke termen de essentiële eigenschappen van geld beschrijft. Geld heeft een 'zero elasticity of output and employment' en tegelijkertijd een 'zero substitutability to other assets'. De eerste eigenschap maakt dat geldcreatie geen middelen kost en geen arbeidsplaatsen schept. Een toename van liquiditeitsvoorkeur zal geen enkele ondernemer aansporen additionele middelen ter beschikking te stellen voor de produktie van geld. De tweede eigenschap behelst dat geld een vorm van liquiditeit is, die andere activa niet (kunnen) hebben. Een hogere prijs van geld (rente) leidt namelijk evenmin tot het

gebruik van andere maar (arbeidvergende) materiële activa als oppotmiddel. Door deze twee non-commodity eigenschappen van geld gaat de Wet van Say in z'n algemeenheid niet op.

Geld is in de postkeynesiaanse optiek enerzijds een tijdelijke oplossing voor het onzekerheidsprobleem van het individu, maar is anderzijds een potentiële bron van onzekerheid voor anderen. Immers, omdat door geld de wet van Say niet meer opgaat, bestaat er gevaar voor vraaguitval en werkloosheid, want een verhoogde vraag naar geld levert geen reële activiteit op. Deze vicieuze cirkel van onzekerheid zou kunnen worden opgelost door over te stappen op een reële ruileconomie, maar dat brengt enorme transactiekosten met zich mee. Bovendien zal zonder kredietgeld (een belofte in de toekomst te leveren) macro-economische groei niet kunnen worden voorgefinancierd.

Een tweede belangrijk idee van het postkeynesiaanse geldbegrip is, dat het ondanks bovenstaande de mogelijkheid biedt stabiliteit in de economie te brengen. Geld heeft met andere woorden een Januskop in de strijd tegen onzekerheid. Als rekeneenheid fungeert het in het looncontract, welke als basis van de kostprijs van de eindprodukten wordt gezien. De nominale loonvoet is de numeraire in de economie. De nominale loonvoet is een sociale conventie en een exogeen anker (de loonstandaard van de kapitalistische ondernemerseconomie) voor de reële sfeer in Keynes' ogen; vandaar zijn dringend advies een onzekerheidsreducerende loon- (of inkomens-)politiek te voeren.

Omdat het nominaal loon voor een periode per legaal-afdwingbaar contract tijdelijk vastligt, reduceert het een belangrijk deel van de kostenonzekerheid in de uitvoering van productieplannen. En daarmee stabiliseert het ook de gehele economie: iets wat moeilijk als een neutrale rol van het verschijnsel geld kan worden beschouwd.

In de derde plaats wordt er in postkeynesiaanse geschriften over de geldhoeveelheid veelal geconcludeerd, dat deze endogeen is. In termen van het overigens om nog andere redenen (met name de tijdsloosheid ervan) afgewezen ISLM-schema loopt de 'geldaanbodcurve' in het rente-geld kwadrant principiëel horizontaal. Daar worden verschillende redenen voor gegeven:

1. Geld is geen goed, maar bestaat uit alle fiduciae, die in de ogen van de economische agenten kunnen fungeren als betaalmiddel. In een economie wordt altijd wel voldoende geld uitgevonden. Anders uitgedrukt: de geldhoeveelheid bestaat uit alle activa, waarvan geacht wordt dat zij kunnen worden gebruikt voor het finaliseren van een transactie (de ballonvisie op de liquiditeitenmassa). Gegeven een empirische definitie van geld, is de geld-inkomensverhouding (of de omloopsnelheid van geld) niet stabiel. Wel geldt dat hoe ruimer het geldbegrip hoe stabielere deze ratio is.
2. Geld in de bestaande wereld is niet alleen geen goed, het is ook geen depositobewijs van een goed. Geld is in essentie krediet (de

etymologische band van krediet met geloven, vertrouwen is niet toevallig). Zolang banken bereid zijn geld te lenen aan bedrijven en individuen ontstaat er geld. Geld komt niet zonder een evengrote vraag naar geld uit de hemel op ons vallen, zoals Friedman's helicopter-visie op het exogene geldaanbod ons wil doen geloven. Er is geen sprake van een stabiele geldvermenigvuldiger, die er voor zou kunnen zorgen dat de basisgeldhoeveelheid, die banken in kas of bij de centrale bank moeten aanhouden in een vaste verhouding staat tot hun kredietportefeuille/balanstotaal. Een verticaal - lopende geldhoeveelheidsfunctie suggereert een technische beheersbaarheid, die in een ontwikkelde geldeconomie niet bestaat.

3. Ook kan het zijn dat de banken om beleidsmarges te behouden surplus-reserves ('reserve-reserves') bij de centrale bank aanhouden. Banken kunnen dan flexibel op de vraag naar geld reageren (zie Klant en Van Ewijk, 1988,169-70). Moore (1988,87-111) gaat nog een stap verder. Hij stelt dat zelfs al zou er een stabiele relatie zijn tussen basisgeld en een gegeven definitie van de geldhoeveelheid (een stabiele geldvermenigvuldiger), er dan nog geen enkele uitspraak gedaan is over het causale verband tussen basisgeld en $M_1, M_2, \dots M_x$. Het bestaan van het Lombardloket bij de Bundesbank, waar Duitse commerciële banken tegen onderpand het recht hebben reserves te lenen, is voor Moore (333n) een bewijs van de de facto endogeniteit van de Duitse geldhoeveelheid, zonder dat de geldvermenigvuldiger zich instabiel hoeft te gedragen. Het enige wat de Bundesbank marktconform (als monopolistische geldprijzsetter) kan doen is het (horizontalistisch) bepalen van de rentevoet waartegen aan de banken en daarmee indirect aan de klanten van de banken wordt geleend. Daarnaast bestaat er in sommige landen de mogelijkheid directief of middels 'gentlemen's agreements' niet-marktconform bij de banken in te grijpen door (verticalistische) kredietrestricties op te leggen. Deze beperken de uitgifte van nieuw bankgeld, maar zijn niet meer dan een rem op geldexpansie. Zij zijn zeker geen instrument, dat zonder potentiële risico's voor de stabiliteit van het financiële systeem de geldhoeveelheid kan reduceren. De geschiedenis van de praktijk van de currency school aanbevelingen leerde dat als de financiële stabiliteit in geding komt de monetaire autoriteiten gedwongen zijn hun verbale verticalisme te laten varen voor horizontalistische accommodatie (zie paragraaf 3).

Enige theoretische implicaties van endogeniteit

Economen, ook zij die de geldhoeveelheid in hun modellen en beleidsaanbevelingen als exogeen veronderstellen, geven met de historische feiten geconfronteerd volgens Goodhart (1989,209) veelal grif toe dat in de monetaire praktijk de (korte) rente exogeen en de gelddaggregaten endogene

variabelen zijn. De discussie wordt dan bijna stante pede verlegd van het descriptieve naar het normatieve. Daarmee laden zij de verdenking op zich, dat hun als een zo vanzelfsprekend gepresenteerde maar de facto onjuiste gedragsweergave van de monetaire autoriteiten ($M = Ms$), niet anders dan een discutabele crypto-monetaristische norm is.

Een van de gevolgen van de endogeniteit van de geldhoeveelheid en het feit dat de nominale rente die door de centrale bank administratief wordt bepaald is dat het begrip natuurlijke rentevoet uit de Wickselliaanse analyse niet wordt erkend. Wicksell stelde dat de reële natuurlijke rentevoet wordt bepaald door de reële factoren van productiviteit en spaarzin. Volgens Leijonhufvud (1989,268) was Wicksell's startpunt de kwantiteitstheorie, begrepen als de veronderstelling dat op lange termijn het inkomen proportioneel is aan de geldhoeveelheid, waardoor deze theoreticus het neutrale monetaire systeem (en neutraal geld) vooronderstelt. De idee dat banken tijdelijke onevenwichten en aanpassingen in het algemene prijsniveau veroorzaken voorzover zij in hun tariefstelling afwijken van deze reële natuurlijke rentevoet (= rendement in de reële sfeer) staat lijnrecht tegenover de visie van Keynes op het causale verband tussen financiële rendementen en die in de reële sfeer. In Keynes' woorden:

...the significant conclusion is that the output of new investments will be pushed to the point at which the marginal efficiency of capital becomes equal to the rate of interest; and what the marginal efficiency of capital tells us, is, not what the rate of interest is, but the point to which the output of new investment will be pushed, given the rate of interest. (uit The General Theory... in Keynes, 1973a,184)

Er is dus geen sprake van een leenfonds dat via de kapitaalmarkt wordt gallocceerd, behalve dan ex post boekhoudkundig. Boekhoudkundig is eveneens de relatie tussen sparen en investeren. In tegenstelling tot de intuïtief-plausibele "eerst sparen, dan investeren" relatie, stelt Moore (1988,309-15), dat elke investering onmiddellijk tot evengrote besparingen leidt. Zelfs de keynesiaanse multiplier is een theoretisch gedrocht⁸. Op hetzelfde moment dat een bank geld uitleent (op de bankbalans aan de actiefzijde), creëert de bank evengrote financiële besparingen (aan de passiefzijde) in eerste instantie op de rekening van de debiteur. Later bij gebruik van deze tegoeden worden deze overgeboekt op rekeningen van andere rekeninghouders (al dan niet via interbancaire rekeningen) ten behoeve van leveranciers van goederen en diensten, waaronder

⁸ Het geloof in het multiplierverhaal lijkt een sociale conventie geworden, die hoewel niet meer dan een massa-psychologische katalysator reële vruchten blijkt af te kunnen werpen. Zolang een ieder verwacht dat anderen naar deze groeibelofte zullen handelen, wordt deze groei op quasi-mechanische wijze gerealiseerd. Ook Van Altena (1992,57) ziet het belang van de multiplier vooral liggen op het terrein van de retoriek, de overreding (persuasion).

die van arbeid. Er is helemaal geen inkomensvermenigvuldiger nodig die het financiële besparingsniveau na een aantal cycli aanpast aan het investeringsniveau. Elke kredietverlening schept namelijk moeiteloos zijn eigen besparingen. Voor het doen van investeringen is (gegeven de voor markeconomieën normale toestand van niet-volledige benutting van de potentiële productiecapaciteit) het niet nodig, dat een andere partij in de economie uit zijn huidige inkomen reëel minder kan besteden aan consumptie of investeringen. Het feit dat de bancaire tegoeden van de niet-banken stijgen boven hetgeen zij zelf uit voorgaande perioden hebben ingelegd heet 'convenience lending to banks'. (Is de vorming van bancaire tegoeden een actieve wiltsdaad, dan spreekt Moore van 'volitional lending to banks or non-banks'). Deze 'convenience lending' is het simpele boekhoudkundige gevolg van de kredietverlening door de banken aan de kredietvragers. Of, zoals Keynes het uitdrukte:

...the public can save ex ante and ex post and ex anything else until they are bleu in the face without alleviating the problem (of unemployment, lc.) ...the banks hold the key position in the transition from a lower to a higher scale of activity....The investment market can become congested through shortage of cash. It can never become congested through shortage of saving. This is the most fundamental of my conclusions within this field (uit The 'ex ante' Theory of the Rate of Interest (1937) in Keynes, 1973b, 222).

Wat daarmee wordt geïmpliceerd, is dat banken niet alleen geld, maar ook kapitaal kunnen creëren⁹. Omdat er geen ex ante leenfonds en geen ex ante spaarfonds zou bestaan, wordt de Wickselliaanse/neo-klassieke verklaring van de rentevoet afgewezen.

Het begrip natuurlijke rentevoet suggereert een objectieve en onvermijdelijke hoogte van de (reële) rente. Daarentegen kunnen prijzen van kapitaal, arbeid of anderszins veeleer gezien worden als conventies om het leven in onzekerheid over de toekomst acceptabel te maken. De rente die door de participanten met de centrale bank als hoofdrolspeler op de financiële markten als 'veilig' (= niet inflatoir) wordt beschouwd is gebaseerd op "de gemiddelde mening over de gemiddelde mening, oftewel op sociale conventies" (Van Altena, 1992,55). De

⁹ Dit plaatst ook de veronderstelling, dat er momenteel sprake zou zijn van een 'global capital shortage' in een ander daglicht. Het wereldspaartekort werd de laatste jaren nogal eens ten tonele gevoerd als een godgegeven belemmering voor de financiering van het armoedeprobleem, voor de oplossing van de milieuverontreiniging en voor de externe bijstand aan de transformatie van de oosteuropese economieën. Maar zeker zolang de bestaande productiecapaciteiten nog niet volledig worden benut, lijkt niet zozeer sprake van technisch-objectief onvermogen, maar veeleer van verholde private onwil tot financiering (de problemen zijn collectieve diensten) en van politieke onmacht (een terugtrekkende overheid) deze onwil te breken.

centrale bank is als prijszetter en hoeder over het financiële systeem gehouden, die rente vast te stellen (en daarmee signalen over het toekomstige niveau van de korte rente af te geven), waarvan de overige economische actoren verwachten dat zij als acceptabel en houdbaar zal worden beschouwd. De kapitaalmarktrente is niet een resultaat van psychologie (spaarzin) en produktiviteit, maar een verwachte waarde van de korte rentes (administratief vastgesteld door de monetaire autoriteiten) in de toekomst. Dit komt overeen met de verwachtingstheorie van de lange rente (cf. Mishkin, 1989, 148vv), waarin evenmin een spaarneiging als bepalende factor voor de rentestand wordt verondersteld.

5. Over het oordeel van de empirie

In het huidige positivistisch-methodologische tijdperk van wetenschapsbeoefening komt de vraag op of over bovenstaande problematiek -de keuze tussen het verticalistische en het horizontalistische paradigma- de werkelijkheid niet zal kunnen oordelen. In de studie van Healey over het monetaristische experiment in het Verenigd Koninkrijk (1979-1982) wordt ingegaan op dit 'let reality judge'-probleem. Voor dit paper is de vraag relevant of de geldhoeveelheid in ontwikkelde markteconomieën als een exogene of als een endogene variabele te boek zou moeten staan.

De postkeynesianen ageren bijzonder fel tegen één van de monetaristische axioma's: namelijk die met betrekking tot de exogeniteit van het geldaanbod. Zij gebruiken hiertoe zelf een methode van onderzoek die nogal heuristisch is en veel meer appeleert aan intuïtie en gezond verstand dan aan rigide regels van economisch onderzoek. Postkeynesianen lijken in dit opzicht veeleer geneigd ook de niet-waarneembare onderliggende mechanismen als reëel te accepteren (filosofisch realisme) en de methode van het 'Verstehen' te benutten, terwijl de meer traditionele economen, die ofwel deductief bezig zijn dan wel zich willen rekenen tot de empirisch positivisten.

Maar een scholenstrijd laat zich niet gemakkelijk uit de weg ruimen, zeker niet als onduidelijk is welke normen voor bewijsvoering gesteld mogen worden. Om aan het euvel van de verschillende zelfopgelegde methodologische normen tegemoet te komen, kan men ten aanzien van de beweringen van de monetaristen, deze aan hun eigen positivistische criteria te toetsen. Theorie moet gericht zijn op en getoetst zijn aan de waarneembare werkelijkheid. Healey (1990,3) rekent Friedman -op eigen voorspraak overigens- tot de popperiaans geïnspireerde positivisten.

Eén van de stellingen van Popper is dat een wetenschappelijk onderzoek niet moet proberen een uit hypothesen afgeleide stelling plausibel te maken te verifiëren, maar dat wetenschappelijke hypothesen falsifiëerbaarheid moeten nastreven. Ze moeten zo worden opgesteld dat zij duidelijk maken dat indien een specifiek fenomeen optreedt, daarmee de hypothese verworpen dient te

worden.

Met deze methodologie zijn er bij niet-laboratorium-toetsingen (in de sociale wetenschappen) nog veel meer problemen dan in de 'harde' natuurwetenschappen. Ten eerst zijn de economische data niet theorie-onafhankelijk: aan het feit dat deze en niet andere data verzameld zijn en de manier waarop dat is gebeurd liggen al (impliciete) vooronderstellingen ten grondslag. Ten tweede is het onderwerp van sociaal onderzoek (de verzameling individuen, die een economie vormen) nogal grillig in gedrag. Tenslotte zijn er nauwelijks of geen mogelijkheden om een laboratorium-test uit te voeren op een samenleving.

Het monetaristische experiment in het Verenigd Koninkrijk ingezet door de eerste regering Thatcher tussen 1979 en 1982 kan worden beschouwd als de best-haalbare laboratorium-situatie voor het testen van de axioma's van het monetarisme. Groot-Brittannië stelde zich toen min of meer vrijwillig beschikbaar als proefkonijn voor de economische wetenschap. (Wellicht zouden de nieuwe markteconomieën in wording, Polen, Tsjecho-Slowakije en zelfs Rusland als meer recente proefkonijnen van monetaristisch beleid kunnen worden beschouwd). De Britse laboratoriumtest liep tot 1982. De vraag, die Healey zich zelf gesteld heeft is, of de empirische resultaten van dit experiment uitsluitel kunnen geven over de volgende drie monetaristische hypothesen:

1. de exogeniteit en beheersbaarheid van het geldaanbod;
2. de stabiliteit van de geldvraag;
3. het inherent stabiele karakter van de private sector.

Hier staat alleen de eerste hypothese ter discussie: is het mogelijk op basis van de feitelijke uitkomsten van het experiment en met gebruikmaking van de positivistische normen voor wetenschappelijk onderzoek, die de monetaristen zeggen te hanteren, een oordeel te vellen over de veronderstelling van exogeen geld? Voor de beantwoording zal ook aan de (te?) strenge popperiaanse eis van falsifiëerbaarheid gerefereerd worden.

Het postulaat van de exogeniteit

De veronderstelling dat het geldaanbod exogeen is kan worden gezien als een samenbundeling van een tweetal sub-hypothesen:

- a. het aanbod van geld is onafhankelijk van de vraag naar geld en
- b. de monetaire autoriteiten kunnen als ze maar willen de geldhoeveelheid naar believen bepalen.

Met betrekking tot de *onafhankelijkheid* van het geldaanbod, heeft Friedman nogal eens de parabel van het helicoptergeld gebruikt. En Patinkins geld komt als manna uit de hemel, zonder dat er expliciet door de economische agenten op is aangedrongen. De postkeynesianen zien het geldaanbod en de geldvraag als twee zijden van dezelfde medaille (bij goederen is zowel een vraag- als een aanbodoverschot mogelijk). Kredietgeld komt nooit ongewenst en er bestaat ook geen overschot. Een 'overschot' kan altijd worden besteed of worden gebruikt

om leningen af te lossen.

Als geldaanbod exogeen is, dan moet gelden dat de determinanten van het aanbod ongevoelig zijn voor de vraag naar geld. Maar volgens de postkeynesianen is dat niet het geval. Stijgt de vraag naar geld dan kunnen de private agenten in de economie bijvoorbeeld hun onbenutte kredietruimte bij het bankwezen opnemen, hun buitenlandse tegoeden bij de centrale bank inwisselen tegen nationaal geld en/of weigeren financiële vorderingen op de overheid te herfinancieren na de aflooptermijn. Daardoor wijzigt de geldhoeveelheid zich zonder actieve tussenkomst van de monetaire autoriteiten.

De monetaristen daarentegen wijzen op het lange-termijnverband tussen geldhoeveelheidsgroei en groei van het nominale inkomen, waarbij de groei van de gemeten geldhoeveelheid vooruitloopt op die van de nominale inkomen.

Tijdens het experiment bleek nou net dat de lange-termijnrelatie tussen het gekozen geldaggregaat (£M3) en het nominale BBP ineens geen opgang meer deed. Bovendien is er ook een theoretisch bezwaar tegen de interpretatie van de causaliteit in de gevonden correlatie. De monetaristen stellen: *post hoc ergo propter hoc* (nadien, dus als gevolg vandien). Dit vond met name Tobin een onaanvaardbare redenering: immers, er zijn vele fenomenen, die hoewel nadien plaatsvindend, toch de oorzaak kunnen zijn van een eerder optredend feit. Uit het feit dat aandelenprijzen stijgen voordat de betreffende firma hogere winstcijfers bekendmaakt, mag natuurlijk niet geconcludeerd worden dat de hoge aandelenkoersen de winstcijfers beïnvloeden¹⁰.

De tweede subhypothese betreft de *beheersbaarheid van de geldhoeveelheid* door de autoriteiten. De binnenlandse geldgroei komt voort uit netto kredietverlening aan private en publieke sectoren gecorrigeerd voor het netto-kapitaalverkeer met het buitenland. Volgens de postkeynesianen zijn de monetaire autoriteiten technisch niet bij machte de geldhoeveelheid te bepalen. Zij zijn in ieder geval uit stabiliteitsoverwegingen beperkt in hun handelingsmarges. Er is sprake van een asymmetrische beleids marge (Moore, 1988, 94-5&108): het loslaten van de geldteugels is wellicht nog mogelijk, maar een verkleining van de geldhoeveelheid moet tot voortijdig invorderen van verleende kredieten leiden, hetgeen een domino-effect van faillissementen in industrie en bankwezen kan veroorzaken.

¹⁰ Hoe verwarrend het onderscheid tussen correlatie en causaliteit kan zijn blijkt uit de monetaristische kritiek op het gedrag van de centrale banken (zie ook Moore, 1988, 148n). Enerzijds wordt na analyse van de tijdreeksen de centrale banken verweten de bankreserves te veel *endogeen* (cyclisch) te accommoderen aan de schommelingen in de geldvraag, anderzijds wordt uit diezelfde cijfers afgeleid dat de veranderingen in het nominale geldinkomen historisch voornamelijk te verklaren zijn uit *exogene* veranderingen in de basisgeldhoeveelheid. Het is ook opmerkelijk, dat er in monetaristische hoek wél een gouden geldgroeiregel wordt voorgesteld, maar weinig onderzoek wordt gedaan naar het waarom van de onwillige bancaire praktijk.

De proefresultaten zijn niet geruststellend voor de aanhangers van de exogeniteitsveronderstelling.

Uit de geldgroecijfers van zowel de jaren 1973-1979 (van gematigd monetarisme) als van de jaren van het quasi-experiment blijkt dat er van betere (meer successvolle) geldgroei-beheersing tussen 1979 en 1982 geen sprake is geweest: de feitelijke groeivoeten overtroffen de aangekondigde veelvuldig met een derde tot de helft.

Postkeynesianen zouden niet verrast kunnen hebben geredeneerd dat dit zou liggen aan de conjunctuurgevoeligheid van de overheidsuitgaven (veelal gefinancierd door banken) en de innovaties in de financiële sector (de ballonvisie op geld komt hier weer naar voren). Bovendien draaien zij de monetaristische causale keten (basisgeld \rightarrow kredietverlening \rightarrow lonen en prijzen/nominaal BBP) precies om. Het is de verwachte waarde van het nominale BBP (lonen en prijzen, investeringen) welke leidt tot vraag naar werkkapitaal. Gelukkig, want op straffe van een daling van economische activiteit, resulteert dit in de praktijk tot een endogene stijging van de basisgeldhoeveelheid. Moore (1998, 106) beschrijft hoe de monetaire instituties in een drietal landen (de V.S., Zuid-Afrika en het V.K.) slechts ex post de reserveverplichtingen kunnen meten en niet anders dan voor een fait accompli staan in het toegeven aan de eventuele vraag naar additionele liquiditeiten. De geldvermenigvuldiger uit de handboeken is daardoor niet anders dan een simpele identiteit, zonder enige informatie over gedrag of causaliteit. De centrale bank kan wél de rentevergoeding opleggen. Vervolgens toetst hij met behulp van de 'positivistische' Granger-Sims-test (reversed causality), dat *niet* de basisgeldhoeveelheid of andere elementen (rente) van het instrumentarium van de centrale banken, maar de ex-post gemeten toekomstige loonontwikkeling (in $t+1$) de statistische determinant van de huidige kredietgroei (in t) is. Het inflatieverschijnsel wordt daarmee uit kostenontwikkelingen in de reële sfeer verklaard (vergelijk de anti-bullionisten en de 'banking school') en staat los van monetaire ontwikkelingen.

In het V.K. hield door deze factoren en de storende effecten van de overheid en de slimme commerciële banken (innovaties) de Bank of England geen ander middel meer over dan het gebruiken van de rentevoet voor het beperken van de bancaire kredietverlening: de facto kwam daarmee het geldhoeveelheidsbeleid in stricte zin te vervallen. Maar ook dit instrument bleek de tijd niet mee te hebben. Off balance sheet verplichtingen en vorderingen (als caps, floers, opties, termijncontracten e.d.) veroorzaakten, dat de grote bedrijven in ieder geval tijdelijk grote renteschommelingen tegen een vergoeding konden afschuiven op de banken. Daarmee stompte de effectiviteit van rentebeleid af, zeker als dat ingezet wordt om de kredietverlening op korte termijn te beïnvloeden. Zelfs 'horizontalistisch' beleid bleek niet in staat 'verticalistische' resultaten te bewerkstelligen.

De monetaristen kwamen met twee redenen waarom de feiten hun stellige

bewering van exogeniteit van aanbod ten opzichte van vraag en beheersbaarheid hebben gelogenstraft.

Ten eerste was de gekozen doelvariabele (£M3) achteraf niet de juiste. Kijkend naar M0 (het ruime basisgeld begrip) blijkt wel degelijk een krap monetair hoeveelheidsbeleid. In de tweede plaats werd veelvuldig de beschuldigende vinger uitgestoken, naar de Bank of England die het monetaaristische 'verticalistische' experiment nooit een goed hart zou hebben toegedragen. De Bank voerde de facto gedurende de experimentjaren een 'horizontalistisch' rentebeleid.

Het waarom van de stijfkoppigheid van de Bank is drievoudig. De Bank is conservatief en het monetaarisme van de nieuwe regering juist radicaal; de Bank zag haar rol als 'lender of last resort' en daarmee ultieme behoedster van financiële stabiliteit in gedrang komen als er niets anders dan een strict hoeveelheidsbeleid mag worden gevoerd. Tenslotte zouden de Bank's bureaucraten ook al niets moeten hebben van een extern opgelegde basisgeldgroeiregel, die het monetaire deskundigheidsimago eveneens uitholde. Met andere woorden: in de ogen van de monetaaristen is er iets mis gegaan in het laboratorium, de juistheid van het monetaaristische gedachtegoed blijft echter onaangetast.

6. Besluit: over toetsing en bescheidenheid

Voldeed het experiment en de aangevoerde redenen voor het niet geheel slagen (of falen) aan de positivistische eisen van empirische toetsing, die de monetaaristen zichzelf opleggen?

Het debat over de exogeniteit is op z'n best onbeslist gebleven, maar bij gebruik van de (zware) popperiaanse eis van falsificeerbaarheid moet de monetaaristische visie beslist verworpen worden. Immers, er is door het niet binnen de aangekondigde perken houden van de groei van een ex ante gekozen geldaggregaat (£M3) geen bewijs geleverd dat deze geldhoeveelheid onafhankelijk is van de vraag ernaar en zeker niet dat deze bovendien beheersbaar is.

Het zich beroepen op een andere gelddefinitie (nl. M0) is niet anders dan een *ex post deus ex machina* om de feiten met de vooronderstellingen in overeenstemming te brengen en behelst een hoofdsonde tegen het falsificatiebeginsel (volgens Blaug: "innocuous falsificationism"). In de tweede plaats kan het leunen op econometrisch bewijsmateriaal (zelfs bij gebruik van de geavanceerde Granger-causaliteitstesten) geen absolute zekerheid verschaffen over het oorzakelijk verband tussen variabelen; het *post hoc ergo propter hoc* gaat in ieder geval bij veel sociale verschijnselen niet op en mag daarom niet als 'hard' bewijs voor de richting van de causaliteit worden benut. Ook het excuus dat de Bank of England niet meewerkte doet niets af aan de (zwakkere) positivistische eis, dat een uit de theorie afgeleide hypothese verifieerbaar én geverifieerd

moet zijn. De uit de hypothese van exogeniteit afgeleide voorspelling, dat de groei van de geldhoeveelheid de aangekondigde groei ervan niet zal overtreffen is in dit Britse quasi-experiment niet uitgekomen.

Daarmee blijft het exogeniteitsdebat voor de monetaristen op z'n gunstigst vooralsnog in empirisch opzicht onbeslist. Blaug (geciteerd in Healey, 1990,32) concludeert dat "as a monetarist Friedman has failed to live up to his own methodology". Een andere economisch-methodoloog Cross (idem) gaat zelfs zo ver te beweren dat

...ad hoc amendments have reduced the empirical content of...monetarism and constitute theoretical degeneration.

Er is echter een schrale (positivistische) troost voor de monetaristen. Ook van de postkeynesiaanse visies op geld en endogeniteit in al hun verscheidene vormen kan niet gesteld worden, dat zij door de waarneembare feiten worden bevestigd of plausibel kunnen worden gemaakt (zeker niet in popperiaans opzicht). Maar dat kan deze stroming in mindere mate verweten worden; zij hebben minder hoge verwachtingen van het vermogen van 'de' empirie om theoretische discussies te beslechten. Het is nou eenmaal eigen aan de sociale wetenschappen, dat verificatie (en falsificatie) niet kan worden toegepast. Bij het vasthouden aan die eisen zou weinig overblijven van wat tegenwoordig voor economische theorie doorgaat.

Daarom lijkt in de discussies over geld (in theorie maar vooral in het beleid) eerder voorzichtigheid dan de misplaatste aanname op z'n plaats dat in de loop der eeuwen de economische wetenschap de endogeniteitsveronderstelling definitief uit de weg heeft geruimd. Voor die zekerheid lijkt in een door fundamentele onzekerheid geplaagde geldeconomie geen plaats:

The existence of uncertainty entails that economists have to be modest about the knowledge they can gain about the economic process. Economists should accept that and not pretend to know more than they do....economists need to be modest, but not pessimistic (Hoogduin, 1991,191).

Ook de overtuigde monetarist Milton Friedman en zijn nauwe medewerkster Anna Schwartz moeten erkennen dat er over de kwantiteitstheorie (waarin exogeen geld een grote rol speelt) waarschijnlijk nog tot in lengte van dagen zal worden geredetwist. Zelfs bij hen geen woord over beslechting:

One thing is certain: the quantity theory of money will continue to generate agreement, controversy, repudiation, and scientific analysis, and will continue to play a role in government policy during the next century as it has for the past three (Friedman, 1989,36)

en

The monetary debates that were initiated in the 1820s were not conclusive. No point of view carried the day....The debate on all the questions in dispute ... continues to be alive (Schwartz, 1989, 48).

Literatuur

- Alteren, A., van "Keynes' bijzondere waardetheorie", *Research Memorandum*, Department of Economics, University of Amsterdam (nr 9201), 1992
- Boughton, J., (boekbespreking van) Moore, Basil J., "Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money" (Cambridge, 1988), in *Finance and Development*, IMF/Wereldbank, Washington, september 1989
- Davidson, P., *Money and the Real World* (2nd ed.), MacMillan, New York, 1978
- Desai, M., "Endogenous and exogenous money" In *The New Palgrave: Money*, 1989, pp. 146-51
- Dow, S.C. en Earl, P.E., *Money Matters: a Keynesian Approach to Monetary Economics*, Robertson, Oxford, 1982
- Dutt, A.K. en Amadeo, E.J., *Keynes's Third Alternative: the Neo-Ricardian Keynesians and the Post Keynesians*, Elgar, Aldershot, 1990
- Dymski, G.A., "A Keynesian theory of bank behavior" in *Journal of Post-Keynesian Economics*, summer 1988, 11(4), pp. 499-526
- Eatwell, J., et.al. (red.), *The New Palgrave: Money*, Macmillan, London/Basingstoke, 1989
- Fama, E.F., "Banking in the Theory of Finance" in *Journal of Monetary Economics*, vol. 6, 1980, pp. 39-57
- Friedman, M., "Quantity Theory of Money" in *The New Palgrave: Money*, 1989, pp. 1-40
- Goodhart, C., *The evolution of Central Banks*, MIT-press, Cambridge/London, 1988
- , "Monetary Base" in *The New Palgrave: Money*, 1989, pp. 206-11
- Healey, N.M., "The British Monetarist Experiment: The Lessons for Economic Science", *SUERF-papers on monetary policy and financial systems*; no. 9, Tilburg, 1990
- Hoogduin, L., *Some Aspects of Uncertainty and the Theory of a Monetary Economy* (dissertatie RUG), Groningen, 1991
- Humphrey, T.M., "Rival Notions of Money" in *Federal Reserve of Richmond*, 1988, pp. 3-9
- Keynes, J.M., *The Collected Writings of....*, New York, MacMillan, Vol. 7, The General Theory of Employment, Interest and Money, 1973a; Vol.13, The General Theory and After, Part 1: Preparation, 1973b;

Vol 14, Idem Part 2: Defense and Development, 1973c;

Vol 29, Idem: A Supplement, 1979

Klant, J.J. en van Ewijk, C. van, *Geld, banken en financiële markten*, Groningen, 1988

Leijonhufvud, A., "Natural rate and market rate" in *The New Palgrave: Money*, 1989, pp. 268-72

Maddison, A., *Two Crises: Latin America and Asia 1929-38 and 1973-83*, OECD, Paris, 1985

Mishkin, F.S., *Money, Banking and Financial Markets*,.....,1989

Moore, Basil. J., *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, CUP, Cambridge, 1988

Schwartz, A.J., "Banking School, Currency School, Free Banking School" in *The New Palgrave: Money*, 1989, pp. 41-8

Sijben, J.J., "Geloofwaardigheid en Economische Politiek", *Rotterdamse Monetair Studies*, nr 38, 1990

Zimmermann, L.J., *Politieke Economie van Plato tot Marx*, Wolters-Noordhoff, Groningen, 1987