

Geld en maatschappij: een les van veertig jaar

*Martin M.G. Fase**

Dit artikel is een bewerking van het afscheidscollege van de auteur als hoogleraar monetaire economie aan de Universiteit van Amsterdam, gehouden op 28 november 2002.

Veertig jaar geleden beheersten twee onderwerpen het monetaire debat. Het eerste was het rapport van de Radcliffe-commissie uit het Verenigd Koninkrijk. Deze commissie concludeerde dat de betekenis van geld en monetair beleid niet groot was omdat de liquiditeitspositie, evenals de omloopsnelheid van het geld, kwantitatief onbepaald zou zijn. In deze conclusie klonk de scepsis door van Keynes over de effectiviteit van de monetaire politiek. De uitdrukkelijke aandacht van de Radcliffe-commissie voor de geheel in het vage gelaten liquiditeit van een volkshuishouding als strategische monetaire grootheid bood geen helderheid naar de beleidspraktijk en oogste daarom veel kritiek. Het tweede onderwerp betrof de geharnaste monetaire opvattingen van Milton Friedman, in die tijd door velen beschouwd als een enigszins excentrieke monetaire econoom uit Chicago. Hij bracht de rol van het geld en het monetaire beleid bij de verklaring van de economische activiteit glashelder en met kracht onder de aandacht.

Deze twee geheel tegengestelde zienswijzen op de rol van het geld zijn niet het enige wat de monetaire toeschouwer van nu opvalt. Het andere, destijds door tijdgenoten overigens zelden opgemerkt, is dat de Radcliffe-commissie haar oordeel op generlei wijze baseerde op empirische analyse. In dat opzicht won Friedman met glans van de gezaghebbende Radcliffe-commissie. Deze bleef zonder gevolgen en is thans nagenoeg vergeten. Friedman echter is een intellectuele wegbereider gebleken en kreeg voor zijn monetaire werk in 1976 de Nobelprijs. Zijn gedachtegoed kreeg een ongewoon grote uitstraling binnen

* Hoogleraar monetaire economie aan de Universiteit van Amsterdam. Dit artikel is een bewerking van zijn afscheidscollege uitgesproken op 28 november 2002 en is vervat in Fase (2002b).

de professie en bezit nog steeds hoge actualiteitswaarde (Vgl. Friedman, 1956;1977).

Ik denk dat het niet overdreven is te beweren dat we maar al te vaak vergeten hoe nabij het verleden is en dat het heden daarin geheel besloten ligt. Dit geldt zeker voor het terrein van de monetaire economie, waarop zich in de afgelopen veertig jaar belangrijke veranderingen en vernieuwingen hebben voorgedaan. Deze betroffen zowel de vormgeving van het beleid als de beoefening van de monetaire theorie.

Op monetair beleidsterrein zijn de definitieve teloorgang van het stelsel van vaste wisselkoersen in 1973 en de komst van EMU en ECB in 1998 zonder twijfel de meest ingrijpende veranderingen geweest. Met de val van Bretton Woods ontviel aan het monetaire beleid definitief zijn nominale anker. Dit luidde de zoektocht in naar een nieuw monetair beleidsbaken. De EMU bevrijdde de geldpolitiek in Europa voorgoed van haar nationale begrenzingsen, verschaftte haar een Europese oriëntatie en gaf haar verder een vaste plaats op het monetaire wereldtoneel.

Voor de monetaire theorie betekende de val van het stelsel van Bretton Woods een opvallende accentverschuiving, waarbij de wisselkoersen opnieuw voorwerp van onderzoek werden en de theorie van de monetaire politiek en beleidscoördinatie nieuwe impulsen kreeg. Ook de nadere theoretische motivering van de voorwaarden voor een rente- dan wel een geldhoeveelheids-beleid door Poole (1970) met het daarmee samenhangende empirische onderzoek naar geldvraag en rente kwam in het centrum van de belangstelling (zie hiervoor bijv. Fase, 1998; 1999b). Maar er veranderde nog veel meer, zoals een vluchtige kennisname van de monetaire literatuur sindsdien onmiskenbaar leert. Dit artikel brengt een aantal aspecten van deze opvallende ontwikkeling voor het voetlicht.

De monetair theoreticus en beleidsmaker maken deel uit van de echte wereld waar idealen of dromen moeten worden gecompleteerd met daden en empirische verificatie. Wat de dromen of de monetaire theorie betreft, wil ik in het volgende een aantal markante hoogtepunten tonen. Dit monetaire landschap heeft iets van een bloementuin: een bloeiend perk op de ene plaats raakt met het voortschrijden van het seizoen uitgebloeid, maar zet zich tegelijkertijd ongemerkt voort in een niet minder schitterende bloemenpracht elders in de tuin. Daardoor raakt de eerste pracht ogenschijnlijk in de vergetelheid zonder evenwel haar effect te verliezen. Evenzo ondergaan de aandachtspunten in de monetaire economie voortdurend kleurwisselingen met behoud van hun uitstraling naar het vakgebied. Het eerste hoogtepunt in dit monetaire landschap is het monetarisme zoals dat in de jaren zeventig tot ontplooiing kwam. Deze denkrichting gedroeg zich als de spreekwoordelijke olievlek en was een rijke voedingsbodem en katalysator van monetair-theoretische vernieuwing. Vervolgens wil

ik aan de hand van een aantal voorbeelden, een beeld schetsen van deze vaak ingrijpende monetaire vernieuwingen. Tenslotte zal ik proberen een indruk te geven van de invloed van deze vernieuwingen op het beleid en de samenleving.

1. Het monetarisme van de jaren zeventig

De theoretische grondslag. Monetarisme is een term in 1968 geïntroduceerd door Karl Brunner en heeft als centrale gedachte dat veranderingen in de geldhoeveelheid de drijvende kracht vormen achter de wisseling in de economische bedrijvigheid of het algemene prijspeil. De historische wortels van dit monetarisme gaan volgens Friedman terug tot de klassieke kwantiteitstheorie van Irving Fisher en de zogenaamde orale traditie in Chicago. Overigens is dat nauw verwant met de subjectivistische variant van de kwantiteitstheorie, zoals die werd ontwikkeld in Cambridge door A. Marshall, A.C. Pigou en J.M. Keynes en die in de jaren na de Tweede Wereldoorlog in Nederland de grondslag werd van de monetaire analyse van M.W. Holtrop en de Nederlandsche Bank (vgl. Fase, 2000).

Karakteristiek voor het moderne monetarisme is in de eerste plaats de stellige overtuiging dat de vraag naar geld een stabiele relatie is, die een robuuste voorspellende kracht bezit. Om die reden is in deze zienswijze geldpolitiek een veel krachtiger beleidsinstrument voor conjunctuurstabilisatie dan begrotingsbeleid. Het tweede kenmerk is dat geld een zelfstandige bron van conjuncturele verstoring kan zijn, waarbij de wijze van doorwerking analytisch expliciet kan worden gemaakt. Het derde kenmerk van het monetarisme betreft zijn politieke component. De kern daarvan is de veronderstelling dat de particuliere sector fundamenteel stabiel en de overheidssector intrinsiek instabiel is. Op grond hiervan heeft Friedman destijds een vaste geldgroeiregel bepleit. De overwegingen van Friedman bij zijn bestuurlijke voorstellen zijn niet steeds dezelfde maar een diepgeworteld wantrouwen tegen een activistische overheid en centrale bank is daarin echter de steeds aanwezige constante, evenals zijn rotsvaste geloof in de markt als regulerend maar niet feilloos werkend ordeningsmechanisme. Zo bezien is het monetarisme van destijds een voorloper van wat thans de nieuw-klassieke denkrichting wordt genoemd, waarvan het in feite een verbijzondering is.

De eerste empirische verificatie door Friedman en St. Louis. Een bijzonder en opvallend facet van het moderne monetarisme is zijn empirische inslag. Friedman verrichtte in dat opzicht baanbrekend werk waarbij verifieerbare hypothesen op uitdagende en pakkende wijze empirisch werden beproefd. Ter illustratie noem ik drie invloedrijke studies uit deze beginjaren.

De eerste is Friedman en Schwartz' in 1963 verschenen monetaire geschiedenis van de Verenigde Staten over de periode 1867-1960. Een van de voornaamste conclusies van dit monumentale onderzoek is dat in de Verenigde Staten de economische activiteit op zowel de korte als lange termijn sterk en systematisch gecorreleerd is met veranderingen in de geldhoeveelheid. Dit belangrijke punt werd nader uitgewerkt in een tweede studie van Friedman, deze keer in samenwerking met Meiselman, ten behoeve van de *Commission on Money and Credit*, die in opdracht van het Amerikaanse Congres, het beleid van de Fed onder de loep nam. De opvallendste conclusie van dit onderzoek is dat de totale binnenlandse bestedingen een steviger en voorspelbaarder samenhang bezitten met de geldhoeveelheid dan met de autonome overheidsbestedingen. Op grond van deze opmerkelijke empirische bevindingen concludeerde Friedman dat de veronachtzaming van de monetaire politiek door de Amerikaanse beleidsautoriteiten van destijds ongegrond en lichtvaardig was. Een onverwachte bondgenoot in dit pleidooi voor eerherstel van de monetaire politiek, en dit is de derde studie waarvoor ik de aandacht vraag, was de president van de Federal Reserve Bank van St. Louis, Darryl Francis. Diens studiedienst ontwikkelde ten behoeve van het beleidsoverleg in het *Federal Open Market Committee* een regressiemodel om de verandering in het nominale nationale inkomen te verklaren uit de geldhoeveelheid en het begrotingssaldo. De uitkomsten van het model van St. Louis waren verrassend: de monetaire multiplier tendeerde naar een evenwichtswaarde van zes en was statistisch significant; de bestedingsmultiplier liet een grillig tijdpad zien en verschilde statistisch niet van nul. Al met al waren deze elkaar versterkende bevindingen schokkend voor het toenmaals heersende paradigma in de kringen van economische wetenschap en beleid.

Thans ontgaat ons wellicht de verreikende betekenis van deze onderzoeken voor de rol van het geld in een moderne samenleving. Hun betekenis betreft niet alleen de charme van de eenvoud van de toen beproefde empirische statistische methoden, maar ook de vaste wil van de deelnemers aan het toenmalige monetaire debat dit van een deugdelijke theoretische en empirische grondslag te voorzien. De grootste bekoring die van dat debat uitging was dat het heftige tegenspraak uitlokte. Hierdoor kwam enorm veel energie vrij voor monetair-theoretische verdieping en kritische bezinning op het toen vrijwel onbetwiste bestedingsbeleid. Anders gezegd, de impasse van de door Keynes voor de jaren dertig gesignaleerde liquiditeitsvalkuil - dit is een situatie waarin de rente-elasticiteit van de vraag naar geld naar oneindig tendeert - werd doorbroken toen het inzicht ontstond dat dit geen algemene geldigheid behoeft te bezitten, maar overwegend historisch bepaald is. Hoe dit ook zij, dit monetarisme werd de opmaat voor de belangrijke vernieuwingen in de monetaire economie vanaf de jaren tachtig.

2. Drie voorbeelden van belangrijke vernieuwingen

Ik heb drie voorbeelden uitgekozen om een beeld te geven van deze grote veranderingen. Mijn voorbeelden gaan over: de monetaire transmissie, de rationele verwachtingen in samenhang met beleidsgeloofwaardigheid en ten slotte de rol van beleidsregels met het oog op de transparantie van het monetaire beleid.

Monetaire transmissiekanalen. Een van de bezwaren tegen het werk van Friedman en de onderzoekers van St. Louis betrof het onvoldoende uitwerken van de doorwerking of transmissie van monetaire invloeden naar de bestedingsfeer. Men sprak in dat verband spottend van de black box der monetaristen en dat was voor velen een uitdaging tot precisering. Ruwweg is bij deze precisering van het onderzoek naar transmissiekanalen een tweetal strategieën gevolgd.

De *eerste* is die van het formuleren van een structuurmodel met een monetaire sector. Dit veronderstelt een theoretische visie op de werking van geld en de denkbare transmissiekanalen. Vruchten van deze strategie zijn, om enkele voorbeelden te noemen, de grote modellen als dat van de Federal Reserve Board, de Bank van Canada of de modellen MORKMON en Euromon van de Nederlandsche Bank. Bij de bouw van beide laatste modellen heb ik trouwens zelf als initiatiefnemer aan de wieg mogen staan. Empirische macro-economische modellen verschaffen de beleidsmaker gedetailleerde kwantitatieve informatie over onder andere de mogelijke bestedingsreacties op bijvoorbeeld monetaire maatregelen. Zo resulteert in MORKMON III een verlaging van de lange rente met één procentpunt na vier kwartalen in een stijging van de investeringen in woningen van ongeveer anderhalf procent, oplopend tot ruim het dubbele na twee jaar; voor investeringen in vaste activa is het overeenkomstige effect na twee jaar met ruim twee procent wat geringer. Overigens is het natuurlijk wel zo dat dergelijke effecten alleen kunnen worden vastgesteld als de modelbouwer er in zijn ontwerp uitdrukkelijk plaats voor heeft ingeruimd en in de praktijk de lange rente de beleidsrente volgt. Voor het eerste is grondige kennis van de economische theorie en praktisch inzicht voor de onderzoeker zijn voornaamste leidraad; het tweede is in de werkelijkheid meestal het geval.

De *tweede* onderzoeksstrategie formuleert een multivariaat tijdreeksenmodel dat ook monetaire grootheden telt. De desbetreffende werkwijze is agnostisch en bezit naar de vorm grote verwantschap met de herleide vormvergelijkingen van het St. Louis-model. Deze strategie kwam in de macro-economie tot aanzien toen C.A. Sims in 1980 haar voordelen breed had uitgemeten in het licht van de vele verborgen restricties in de gangbare structuurmodellen. Men ging zich toen scherper realiseren dat deze mede worden ingegeven door de subjectieve keuzes van de modelontwerper. De multivariate tijdreeksenmodellen - in

het statistisch jargon de vector autoregressieve modellen of var-modellen – bieden in dat opzicht meer vrijheid. Met behulp van deze var-modellen worden de effecten van wisselkoers- en renteveranderingen of andere al dan niet monetaire invloeden op productievolume, investeringen en uitvoer, empirisch nauwgezet in kaart gebracht. De var-modellen verschaffen daarmee aanvullende beleidsinformatie op de uitkomsten van de structuurmodellen. Maar er is meer, want zij bieden ook de mogelijkheid om de invloed van de institutionele structuur in de EMU-lidstaten voor de effecten van monetaire beleidsmaatregelen van de ECB voor elk land afzonderlijk in beeld te brengen. Voor de beoordeling van het monetaire beleid van de ECB is die kennis van groot belang.

De tegenstelling tussen beide modelbenaderingen is overigens minder scherp dan zij lijkt. In de eerste plaats laat elk structuurmodel zich in beginsel wiskundig herschrijven tot een var-model. Bovendien, en dit is wellicht belangrijker, ontsnapt ook een var-model bij daadwerkelijke toepassing niet aan het opleggen van restricties. Deze zijn noodzakelijk om uit de weerbarstige tijdreeksen zinvolle economische kennis te destilleren. Hoe dit ook zij, duidelijk is in elk geval dat de empirische monetaire modelbouw sinds het werk van Friedman en Sims een hoge vlucht heeft genomen en in staat is gebleken de talrijke theoretische en statistische vernieuwingen van de jaren zeventig en later in zich op te nemen. Niet minder belangrijk is dat de uitkomsten van beide modelbenaderingen daadwerkelijk een rol zijn gaan spelen in de monetaire beleidsanalyse. De praktijk bij de Fed en de ECB illustreert dit treffend.

Rationele verwachtingen en beleidsgeloofwaardigheid. De belangrijkste theoretische vernieuwing in de monetaire economie van de afgelopen decennia is zonder twijfel de aanvaarding van de theorie van de rationele verwachtingen geweest. De invloed hiervan op de economische theorie was enorm en de duurzaam gebleken vruchtbaarheid van deze hypothese heeft de aanvankelijke kritiek langzaam maar geheel doen verstommen. Het vernieuwende is vooral gelegen in de dwingende kracht van de logica van de hypothese van de rationele verwachtingen. Deze is de uitdrukkelijke inbedding van de informatieverwerving in de economische beslissingen onder de erkenning van het feit dat informatie niet kosteloos is.

Rationele verwachtingen worden gewoonlijk omschreven als de vorming van een oordeel op een zeker moment over bepaalde grootheden in de toekomst - bijvoorbeeld de reuk - op zodanige wijze dat alle beschikbare en relevante informatie in beschouwing wordt genomen. Wiskundig laat dit zich elegant formuleren als een voorwaardelijke verwachting op een verzameling met informatie die ter zake doet in de beschouwde context.

De rationele verwachtingen hypothese, die in de jaren zeventig door het werk van R.L. Lucas op ruime schaal haar intrede deed in de monetaire theorie,

vormde een radicale breuk met het verleden. Tot ver in de jaren zeventig werden verwachtingen altijd voorgesteld als een afspiegeling van waargenomen historische patronen. Daarmee vergeleken was de rationele verwachtingenhypothese een belangrijke stap voorwaarts. Hiermee wil ik overigens niet zeggen, zoals ik indertijd reeds in 1981 in mijn Rotterdamse oratie heb betoogd (vgl. Fase, 1999b hoofdstuk 2) en onlangs nog eens door Weddepohl (2002) onder de aandacht is gebracht, dat deze stap zonder problemen zou zijn. Voor dit moment is van groter belang de vaststelling dat de rationele verwachtingenhypothese een fundamentele ommezwaai in het macroeconomische en monetaire denken heeft veroorzaakt. De monetaire theorie als grondslag voor beleid won dientengevolge aan realiteitsgehalte.

Ik wil dit illustreren met een voorbeeld uit de recente Amerikaanse monetaire beleidspraktijk. Uitgangspunt voor deze illustratie is het inzicht dat niemand in staat is door eigen onderzoek binnen redelijke tijd zelf alle voor een bepaalde beslissing relevante informatie bijeen te brengen. Derhalve bestaat er behoefte aan een autoriteit wiens inzichten richting geven aan de vorming van de verwachtingen. De overheid en een centrale bank kunnen deze rol vervullen. Zij zullen daarin succesvoller zijn als zij in de ogen van de marktdeelnemers door bestendig beleid een goede reputatie hebben opgebouwd. De beleidssignalen verkrijgen dan informatiewaarde voor de marktdeelnemers. W. Poole, president van de Fed van St. Louis, noemt dit institutionele geloofwaardigheid. Deze biedt een ankerpunt bij de vorming van renteverwachtingen. Poole en Rasche (2000) hebben deze zienswijze uitgewerkt voor het rentebeleid van de Fed, dat sinds 1987 de *federal funds rate* als intermediaire beleidsdoelstelling hanteert. In hun analyse veronderstellen zij dat met betrekking tot de statistische gegevens het FOMC noch de overheid per saldo op de financiële markten een informatievoorsprong bezitten, zodat de verschillende hoofdrolspelers tot een gelijkkluidende slotsom zullen komen. Toetsing van dit vermoeden aan de hand van rentegegevens van de termijnmarkt voor *federal funds*, laat zien dat deze gedachte de renteverwachtingen in de markt goed voorspelt, en daarmee het monetaire beleid redelijk goed voorziet.

Dit betekent, en tot die slotsom komt Poole ook, dat beleid en markt samenvallen door de gemeenschappelijke interpretatie van de rentesignalen uit de markt. Dientengevolge wordt het monetaire beleid in de Verenigde Staten een vast en betrouwbaar baken dat de vorming van verwachtingen op optimale wijze voedt. Mij dunkt dat deze conclusie van Poole een fraai bewijs levert van de vruchtbaarheid en het praktische succes van de rationele verwachtingenrevolutie.

Beleidsregels en transparantie. De derde opvallende theoretische vernieuwing van het laatste decennium is de opkomst van monetaire beleidsregels. Een monetaire beleidsregel is een empirisch voorschrift voor de inzet van een monetair instrument. Beleidsregels vormen het sluitstuk in de logica van de mone-

taire modellering. Toch zijn beleidsregels ook van praktisch belang en wel voor het uitdragen van monetair beleid naar het publiek. Alvorens dit uit te werken wil ik eerst even stil te staan bij de regels zelve.

De bekendste beleidsregel is de renteregulering van Taylor (1993). Dit is een lineair verband tussen enerzijds het door monetaire autoriteiten gebruikte rente-instrument -de *federal funds rate* van de Fed of de geldmarktrente van de ECB- en anderzijds de twee belangrijkste economische indicatoren die de monetaire autoriteiten tot een beleidsactie plegen aan te zetten. Deze zijn het inflatie-écart en de *output gap*. Het inflatie-écart is de afstand tussen feitelijke inflatie en de inflatiedoelstelling en geeft aan in hoeverre het monetaire beleid op het goede spoor zit. De *output gap* is de ruimte tussen de feitelijke productie en het productiepotentieel en is een signaal voor een deflatoire of inflatoire dreiging en bijsturing door aanpassing van de beleidsrente. Bij een te hoge inflatie of overbezetting van het productieapparaat resulteert de Taylor-regel in een hogere rente en daarmee in een krappere monetaire beleid. Naast de Taylor-regel bestaat in de literatuur nog de McCallumregel. Ook deze beleidsregel formuleert een bijsturing als reactie op dezelfde grootheden als in de Taylor-regel, zij het nu met de basisgeldhoeveelheid als beleidsinstrument. Van beide beleidsregels is die van Taylor de meest succesvolle geworden in de monetaire literatuur. Ter afronding van dit voorbeeld wil ik vier opmerkingen maken.

De eerste is dat beleidsregels niet beogen een voorschrift te leveren voor het beleid in de praktijk, maar een abstracte beschrijving bieden van het gebruik van het beleidsinstrument in het licht van de doelstellingen van de monetaire politiek. Daarbij belichamen de Taylor- of McCallum-regel de terugkoppeling van dit proces naar het monetaire beleid.

Mijn tweede kanttekening is dat er een grote formele overeenkomst bestaat tussen de beleidsregels en de reactiefuncties uit de oudere literatuur. Wiskundig gezien waren deze de uitkomst van een al dan niet dynamisch programmeringsvraagstuk waarbij een maatschappelijke welvaartsfunctie werd gemaximaliseerd onder de restrictie van een model dat de werking van de beschouwde economie in kaart bracht.

De derde kanttekening is dat de hantering van een beleidsregel een stabiliserend element introduceert. Dit correspondeert met de intuïtie dat regels de duidelijkheid en overtuigingskracht van het beleid versterken. Het vindt empirisch steun bij de hieromtrent in de literatuur gerapporteerde beleidssimulaties.

Mijn vierde en wellicht belangrijkste kanttekening is dat beleidsregels een praktische implicatie hebben die verder reikt dan deze theoretische verfijning doet vermoeden. Dit geldt in het bijzonder voor de renteregulering van Taylor, die een krachtig en effectief didactisch hulpmiddel is gebleken om het beleid uit te dragen naar het publiek en de samenleving. Hiermee zijn de beleidsregels onderdeel geworden van de communicatiestrategie van centrale banken om hun beleidstransparantie voor het publiek te vergroten. Daardoor vervullen zij een

zelfde rol als publicaties en openbare optredens van functionarissen van centrale banken, die onveranderlijk tot doel hebben door uitleg van de achtergronden van het beleid begrip voor dit beleid en transparantie te kweken (vgl. Fase en Vanthoor, 2000).

3. Monetair denken en de samenleving

Geld is zowel netwerkgoed als publiek goed met een centrale rol in het welvaartsstreven van de moderne samenleving. Zonder geld als ruilmiddel zou zij te kampen krijgen met gigantische informatieproblemen en enorme welvaartsverliezen. Monetair beleid heeft ook andere maatschappelijke gevolgen, die hoofdzakelijk liggen op het domein van de afweging van private en maatschappelijke belangen. Daarmee betreden we het terrein van de waarden en normen. Ook aan die kant van de monetaire economie wil ik in dit artikel enige aandacht schenken. Opnieuw doe ik dat aan de hand van drie voorbeelden. Het eerste betreft de maatschappelijke baten en lasten van de monetaire politiek. Ten tweede wil ik aandacht schenken aan het verschijnsel muntillusie als een bijzonder aspect van de geldontwaarding. Tot slot wil ik kort ingaan op recente pleidooien van creatieve denkers buiten het monetaire establishment om met monetaire maatregelen tot een betere wereld te komen.

Maatschappelijke gevolgen van het monetair beleid. Nobelprijswinnaar Robert Lucas (1987, p29-30;1996) heeft eens opgemerkt dat elke volkshuishouding op de keper beschouwd een verzameling is van individuen en gezinshuishoudens. Het economische en dus het monetaire beleid, dient dan ook volgens Lucas beoordeeld te worden op zijn consequenties voor de levensstandaard van deze individuen en gezinnen gedurende de conjunctuurcyclus. Het offer van de gemiddelde persoon of huishouding voor handhaving van het bestedingspatroon verschaft daarom een indicatie van de private kosten en potentiële baten van dit beleid. Lucas schat deze bate voor de gemiddelde Amerikaanse consument op ongeveer vijftieng dollar per jaar. Dit is niet erg veel maar evenmin onbetwist vanwege de opeenstapeling van veronderstellingen en subjectieve oordelen die aan deze berekening ten grondslag liggen.

Om hiervoor enig gevoel te krijgen is het doelmatig deze kwestie nader te bekijken. In de Verenigde Staten leeft in bepaalde kringen de opvatting dat individuele huishoudens of personen zich tegen de ongewisheid van de conjunctuur kunnen verzekeren door buffers op te bouwen in de vorm van besparingen. Bij de ongunst der tijden worden volgens die zienswijze deze appeltjes voor de dorst ingezet om het bestedingspatroon van de getroffen huishoudens op peil te houden. Besparingen vormen aldus een verzekering tegen inkomsterugval bij werkloosheid. De calculaties waarover ik hiervoor sprak veronderstellen enerzijds dat over de tijd gezien de inkomsten worden gladgestreken en anderzijds

dat de besparingen systematisch worden aangesproken bij een conjuncturele inzinking.

Waar het om gaat is natuurlijk de precisering van het gezamenlijke effect. De Amerikaanse onderzoekster Imrohorglu (1989) verschaft deze wenselijke nadere precisering. Zij berekent dat de werkloosheidsvoet zich als gevolg van het conjunctuurbeleid kan stabiliseren, wat een welvaartsbate oplevert van ongeveer zeventig dollar per jaar. Dat is bijna drie keer zo veel als Lucas becijferde maar niettemin nog steeds erg weinig als overtuigende maatschappelijke rechtvaardiging voor stabilisatiepolitiek. Die wordt daarom afgewezen door Lucas en de zijnen.

Naast bestrijding van de werkloosheid is beteugeling van de inflatie de andere, en in de Euro-zone zelfs enige doelstelling, van het monetaire beleid. In de zienswijze van Lucas heeft ook prijsstabilisatiebeleid een verzekeringsaspect en dat is vooral van belang voor de zekerstelling van de reële opbrengsten van beleggingen in financiële activa. De reeds vermelde simulatiestudies van Imrohorglu laten opnieuw zien dat de welvaartseffecten van het terugdringen van de inflatie voor de Verenigde Staten gering zijn. Tot deze slotsom kwam ook Lucas. Een soortgelijk onderzoek door Folkertsma (1999) voor de Euro-zone met een toegepast algemeen evenwichtsmodel geeft overigens geen steun aan deze opmerkelijke conclusie. Vanuit een wat breder beoordelingsperspectief van maatschappelijke welvaart valt er bovendien meer over te zeggen dan Lucas en de zijnen menen.

De opvatting dat men zich kan verzekeren tegen de ongunst der tijden is om verschillende redenen niet zo vanzelfsprekend als de dwingende logica van de redenering suggereert.

In de eerste plaats is het een zienswijze die voortvloeit uit een bepaalde economische filosofie. In dit gedachtegoed, dat veel aanhang vindt bij economen uit Chicago, staan de individuele verantwoordelijkheid en zelfredzaamheid centraal, maar blijft de realiteit dat het noodlot de zwakken in de samenleving vaak scherper treft dan de sterken, grotendeels buiten beeld. Erkenning van deze werkelijkheid, alsook van een waarden en normenpatroon waarin zorg voor de medemens een rol speelt, noodzaakt tot bijkleuring van de ongetwijfeld elegante theoretische redenering uit Chicago, waaraan ik een verfrissend element bepaald niet wil ontzeggen.

In de tweede plaats gaat de analyse van Lucas en de zijnen geheel voorbij aan het bestaan van samenlevingen met een historisch gegroeid, behoorlijk functionerend sociaal netwerk, aanwezig in de meeste Europese landen, maar in de Verenigde Staten vooralsnog minder tot wasdom gekomen. Te veel Amerika-nisme in het beleidsdenken kan ontaarden in intellectuele ontsporing en culturele vervreemding en dat zou vanuit de Europese traditie betreurenswaardig zijn.

Ten derde miskent de benadering van Lucas dat de som van individuele baten ontoereikend is voor de beoordeling van het totaal zodra zich externe effecten voordoen. Het eenvoudigste voorbeeld is de situatie waarin het opvragen van spaargelden samenvalt met een conjuncturele aantasting van de aflossingscapaciteit op bankkrediet. Onder die omstandigheden werkt de zelfverzekering niet omdat de veronderstelde stabiliteit van het financiële stelsel in gevaar komt. Dat rechtvaardigt ingrijpen in de marktwerking uit maatschappelijk belang, wat zich niet laat vatten in uitsluitend individuele baten en lasten.

Dit gezegd hebbende, meen ik niettemin dat er een kern van waarheid schuilt in de analyse van Lucas en zijn medestanders, omdat zij duidelijk maakt dat elk beleid een rechtvaardiging behoeft in termen van het individuele welvaartsbaten en mede daarop moet worden afgerekend. Uiteindelijk is beleid een keuze voor ordenend optreden waarvan niet noodzakelijkerwijs iedereen de vruchten plukt. Bepalend is daarom de redelijkheid van de verdeling van baten en lasten en de aansluiting op wat de meerderheid in de samenleving als fatsoenlijk ervaart. Deze eis mag ook gesteld worden aan het monetaire beleid.

Muntillusie en haar maatschappelijke gevolgen. De invoering van de char-tale euro als gemeenschappelijke munt voor het Euro-gebied in het begin van 2002 heeft het fenomeen geldillusie of monetair gezichtsbedrog onverwacht actueel gemaakt, omdat het de prijsperceptie en gevoelsinflatie van de Nederlandse consument heeft beïnvloed. Geldillusie is een actueel voorbeeld van de maatschappelijke rol van het geld waaraan economen vanouds opvallend weinig aandacht hebben geschonken. Een vroege uitzondering daarop is Irving Fisher, die in 1928 een onderhoudend boekje over het verschijnsel muntillusie het licht deed zien. Fisher omschrijft geldillusie als de onmacht van het publiek om te zien dat de dollar, of welke munteenheid ook, in waarde uitzet of inkrimpt, waardoor de munt als rekeneenheid in de tijd niet aan zichzelf gelijk blijft. Dit zijn wij gewend van fysieke lengte- of inhoudsmaten als meter of kilogram. Psychologisch is dit verschil lastig te verteren.

Analytisch beschouwd, en Leontief heeft daar lang geleden reeds op gewezen, betreft geldillusie een aantasting van het homogeniteitspostulaat uit de leer van het consumenten- of producentengedrag. De intuïtie hierbij is van een verbluffende eenvoud. Deze zegt dat een louter nominale verandering, zoals de vervanging eerder dit jaar van de gulden door de euro, geen reële verandering inhoudt maar slechts een vermenigvuldiging is van alle prijzen, inkomens en vermogenswaarden met een vast getal. In het voorbeeld van de vervanging van de gulden door de euro betreft dit een vermenigvuldiging met de factor 0,45: dit is het omgekeerde van de guldenswaarde van de euro van 2,20371. Volgens het homogeniteitspostulaat kan een dergelijke nominale verandering de productie- en bestedingsbeslissingen niet beïnvloeden. Gebeurt dit wel dan ontkracht deze gebeurtenis de homogeniteitsveronderstelling en is er in de werkelijkheid sprake van geldillusie.

De vraag of de mensen feitelijk door de geldsluier heen kijken is daardoor geen theoretische kwestie meer maar een zuiver empirische. De komst van de chartale euro is een uitgelezen kans voor de waarneming van het fenomeen geldillusie aan de hand van het koopgedrag in Nederland gedurende de eerste maanden na de invoering van de chartale euro (vgl. Fase, 2002a; Von Dewall, Fase en Fleming, 2002). Uit het beeld dat oprijst kan worden opgemaakt dat vele zaken goedkoper leken dan zij kennelijk waren. Dit beeld wordt versterkt door de statistische waarneming van het beloop van spaartegoeden en het toegenomen rood staan bij banken sinds de introductie van de euro. Deze waarnemingen suggereren het feitelijk voorkomen van geldillusie. Tot dezelfde slotsom komen ook enkele jaren geleden gehouden enquêtes in de Verenigde Staten naar prijspercepties en een kortgeleden verschenen experimentele studie van Fehr en Tyran (2001) voor Zwitserland.

De conclusie van het voorgaande is dat het anathema van de geldillusie eendrachtig steun vindt in de werkelijkheid. Dit heeft een aantal belangrijke maatschappelijke gevolgen.

De eerste is dat het feitelijk optreden van geldillusie de functie van geld als rekeneenheid uitholt, wat de rol van prijzen als marktsignaal en vast ankerpunt bij economische berekeningen ernstig verzwakt. De maatschappelijke kosten hiervan zijn vermoedelijk niet verwaarloosbaar, al laten zij zich lastig becijferen.

Het tweede gevolg is dat het rationaliteitsbeginsel, dat aan de economische analyse ten grondslag ligt, verliest aan overtuigingskracht. Of dit ernstig is voor de samenleving weet ik eigenlijk niet, al lijkt het nuttig dit falen van de prijsignalen te constateren.

De derde consequentie is de mogelijke prijsopdrijvende werking en in het geval van de euro is dit ook gebeurd, al wordt dit van officiële Nederlandse zijde nogal moeilijk erkend.

Een laatste gevolg is de winst dat de enigszins bizarre theoretische veronderstelling van geldneutraliteit in het licht van de feiten niet langer houdbaar is. Een verrassende bijkomstigheid hiervan is dat naar modern theoretisch inzicht monetair stabilisatiebeleid daardoor wint aan kracht en dus aan maatschappelijk belang.

Complementaire geldstelsels: twee voorbeelden van monetaire heterodoxie.

Door de eeuwen heen hebben over geld en de inrichting van het financiële bestel ideeën bestaan die tot een betere samenleving moesten leiden. Mede omdat zij vaak niet aansloten bij het overgeleverde monetair-theoretisch erfgoed en een ongebruikelijk jargon gebruikten, schonk de monetaire orthodoxie aan deze denkbeelden gewoonlijk nauwelijks serieuze aandacht. Vandaag wil ik met deze gewoonte breken en kort stil staan bij twee recente monetaire hervormingsvoorstellen. Ik doe dit vooral omdat zij laten zien hoeveel maatschappelijke verbeeldingskracht in het monetaire denken kan schuilgaan.

Het eerste voorstel waar ik bij wil stil staan is afkomstig van de onbekende en voormalige Belgische centrale bankeconoom Bernard Lietaer (2001), thans als hoogleraar werkzaam in Berkeley. Het betreft een pleidooi voor complementaire geldstelsels.

Het tweede is eerder dit jaar gelanceerd door de Nobelprijswinnaar 2001 en voormalig Wereldbankeconoom J.E. Stiglitz en terloops besproken in Stiglitz (2002). In dit boeiende boek stelt hij onder meer voor om de stil liggende internationale reserves te activeren en deze als een werelddollar dienstbaar te maken aan mondiale economische groei en monetaire stabiliteit en het IMF daartoe een opdracht te geven. Ik begin met het voorstel van Lietaer.

Twee thema's beheersen Lietaers voorstel. Het eerste is de zorg voor een duurzame wereld. Het tweede is de praktische invoering van complementaire geldstelsels als instrument om een duurzame en fundamentele verandering in het menselijk gedrag te bewerkstelligen, die tot een humanere wereld zal leiden.

Door de snel voortschrijdende vervolmaking van de informatietechnologie worden volgens Lietaer de geldstromen voor de monetaire autoriteiten onbeheersbaar en loopt de financiële stabiliteit in de wereld gevaar. Deze cyber-economie verstoort het financiële machtsevenwicht en gaat gepaard met een dramatische uitstoot van arbeid die de werkgelegenheid bedreigt. Lietaer illustreert dit sombere toekomstbeeld met pakkende cijfers. Hij schildert een samenleving gedreven door kil eigenbelang, waarvan onverdraagzaamheid, maatschappelijke onverschilligheid, onderwijsverloedering en een verontrustende stijging van het aantal daklozen de opvallendste kenmerken zijn. Die toestand vraagt om een beleid dat nieuwe maatschappelijke bindmiddelen ontwikkelt. Hierin zouden op plaatselijke schaal werkzame, uit gemeenschapszin ontsproten complementaire geldstelsels kunnen voorzien. Deze werken als volgt. Door zorgvuldig geadmistrateerde, wederzijdse dienstverlening in kleine gemeenschappen ontstaan tegoeden en verplichtingen, die als ruilmiddel dienst doen. Daarin zou de op geldelijk gewin berustende rationaliteit aan belang inboeten en een saamhorigheid worden gekweekt die culturele antropologen waarnamen in de oude geschenksamenlevingen.

Op die manier, aldus Lietaer, ontstaat naast het circuit met het conventionele, intrinsiek waardeloze fiatgeld van de bestaande geldstelsels, een tweede monetaire circuit van intrinsiek waardevolle ruilmiddelen met geleverde prestaties als grondslag. Dit bevordert de sociale cohesie en het nieuwe geld zal door zijn reële grondslag nimmer inflatoir worden, zo betoogt Lietaer niet zonder harts-tocht.

Vermeldenswaard is dat de oorsprong van de ideeën achter deze alternatieve geldstelsels ligt bij het gedachtegoed uit de jaren twintig van de vorige eeuw van de Argentijns-Duitse zakenman Silvio Gesell en de Amerikaanse monetaire theoreticus Irving Fisher. Beiden waren succesvol in zaken, bezaten grote monetaire verbeeldingskracht en publiceerden veelvuldig over maatschappelijke

hervormingen. De complementaire betaalmiddelen beschouwden zij als een oplossing voor economische crisissituaties met grote werkloosheid en armoede. In hun ogen ontstonden deze door oopotting van geld, waardoor het kringloopenwicht werd verstoord.

De kern van de voorstellen van Gesell en Fisher is dat door het opleggen van een soort negatieve rente op primaire liquiditeiten, oopotting zou worden ontmoedigd wat de later door Keynes zo verfoeide liquiditeitsvalkuil tegen gaat. Voor de praktische uitvoering hiervan bepleitten Fisher en Gesell, overigens geheel onafhankelijk van elkaar, een soort zegelgeld voor de gemeenschappen waar de vraaguitval zich door oopotting van ruilmiddelen dreigde voor te doen. Door het vervallen verklaren van de met deze ruilmiddelen verbonden zegeltjes werd een boete voor oopotten opgelegd. Die gaf in hun gedachtegang een financiële prikkel om alsnog tot besteding over te gaan ten gunste van de economische bedrijvigheid en werkgelegenheid in de desbetreffende gemeenschappen. In zijn *General Theory* zou Keynes expliciet zijn waardering uitspreken voor Gesells voorstellen en hun succesvolle praktische toepassing uitvoerig bespreken ter illustratie van zijn eigen denkbeelden over bestedingsbeleid.

Het tweede voorstel waarvoor ik aandacht wil vragen is van Stiglitz. Zoals ik reeds heb opgemerkt beoogt Stiglitz de opgehoopte internationale reserves in de wereld te activeren en als werelddollars te gebruiken voor de financiering van maatschappelijk rendabele projecten in de ontwikkelingslanden. Door deze aanwending van de opgepotte reserves zou, naar het oordeel van Stiglitz, de mondiale welvaart en de politieke stabiliteit in grote delen van de wereld bevorderd worden en vraaguitval als gevolg van de ophoping van internationale betaalmiddelen aan banden worden gelegd. De monetair-technische details van Stiglitz's voorstel laat ik hier rusten, maar duidelijk is dat zijn plan kan voorzien in de broodnodige fondsen voor economische groei en ontwikkeling in de derde wereld. In de visie van Stiglitz zou het bovendien kunnen bijdragen aan monetaire stabiliteit en rechtvaardigheid op wereldschaal onder vermindering van onaanvaardbare risico's voor werkgelegenheid en inflatie.

Stiglitz's plan is opmerkelijk en rebels, maar verdient een grondige monetaire en bestuurlijke analyse. Reeds nu mag worden vastgesteld dat zijn idee geen wondermiddel verschaft tegen de mondiale armoede. Wellicht biedt het wel een constructieve aanzet om met monetaire middelen de armoede in grote delen van de wereld te verlichten en aldus de politieke stabiliteit in de wereld te vergroten. Hierdoor is het aantrekkelijk en komt het minder utopisch over dan Lietaers voorstel voor complementaire geldstelsels.

Belangrijker dan dit verschil is dat Lietaer en Stiglitz een oprecht geloof delen in de noodzaak van een betere wereld. Het enthousiasme van Lietaer voor de desbetreffende monetaire experimenten, maken zijn visie sympathiek en politiek uitdagend. In dat opzicht bezit Lietaers werk grote verwantschap met Sim-

mels imponerende en diepzinnige *Philosophie des Geldes* uit 1900, waarin de maatschappelijke betekenis van geld eveneens centraal stond zonder dat de operationele implicaties werden uitgewerkt. Anders dan Stiglitz slaagt Lietaer er nog niet in zijn visie om te smeden tot een overtuigende aanzet voor beleid gericht op een betere verdeling van de welvaart met behoud van onze natuurlijke omgeving op regionaal niveau of wereldschaal. Daardoor wordt zijn droom niet vertaald in realistische beleidsvoorstellen.

Dit is jammer, maar het neemt niets weg van de verdiensten van beide auteurs om een concrete bijdrage van de monetaire economie aan een betere wereld te formuleren. Minstens zo opmerkelijk is de bezorgdheid die uit beide voorstellen spreekt over het overheersende materialisme in de moderne samenleving met de alsmaar toenemende mondiale inkomensverschillen. Deze zijn om verschillende redenen verontrustend en vragen om serieuze politieke aandacht. Lietaers poging is daarom even nuttig als die van Stiglitz. Beiden sporen aan tot de noodzakelijke bezinning op waarden en normen voor onze samenleving. Die zijn volgens beide auteurs bij het ongekende succes van het aandelenkapitalisme als economisch systeem met het eenzijdige marktdenken, in onze tijd wel erg in de schaduw komen te staan.

4. Besluit

Dit artikel besprak een aantal onderwerpen uit de monetaire economie, die in de voorbije vier decennia voor het vak en monetaire beleid beeldbepalend zijn geweest. Deze excursie had iets van een zigzaggende maar allerm minst volledige rondgang in een grote tuin vol bekende en onbekende gewassen met een begeleider die selectief wat uitleg geeft bij wat bloeit en hem in het bijzonder boeit. Ook de monetaire economie van de afgelopen veertig jaar vertoont bruisende bijzonderheden en verrassende vernieuwingen. Voor zover in de economie grensverleggend onderzoek voorkomt, heb ik duidelijk willen maken dat dit predikaat toekomt aan het monetarisme van Friedman (bijv. 1956;1977) en Brunner en Meltzer (bijv. 1993). De monetaire economie heeft sinds het baanbrekende werk van deze auteurs een opmerkelijke bloei doorgemaakt en in het voetspoor daarvan bloeide ook de macro-economische theorie.

Het gevaar van nieuwe theoretische inzichten en concepties is dat hun belang gemakkelijk wordt overschat. Dit geldt voor zowel theorie als beleid, maar gelukkig waakt het open debat over dit gevaar. Het monetaire beleid, in Europa en de Verenigde Staten, staat thans veelvuldig ter discussie – het recente boek van Stiglitz is hiervan een bewijs - en dat is goed, want de gevolgen gaan ons allen aan. Ook de wetenschappelijke productie binnen de monetaire economie is in de afgelopen veertig jaar exponentieel gegroeid evenals het aantal in monetaire vraagstukken

gespecialiseerde wetenschappelijke tijdschriften. De monetaire economie is door dit alles een theoretisch boeiend en maatschappelijk interessant vakgebied geworden. Galbraiths (1975) karakterisering dat '[de] studie van het geld (...), meer dan alle andere gebieden van de economie, de studie [is] waarin complexiteit gebruikt wordt om de waarheid te verbergen of te omzeilen, niet om de waarheid te onthullen', is thans dan ook achterhaald en doet naar mijn oordeel geen recht aan de talrijke intellectuele en praktische prestaties die monetaire economen de afgelopen veertig jaar hebben geleverd.

Ik heb dit met de gegeven voorbeelden willen illustreren. Anders dan in de jaren zestig, toen centrale banken – denk aan Nederland - op het gebied van de monetaire research een monopoliepositie in namen, is thans als in de dagen van Fisher en Keynes, opnieuw de academische wereld de bron van veel theoretische vernieuwing. Het initiatief is terug bij het onafhankelijke denken en dat lijkt een goede wending in een tijd dat de maatschappelijke implicaties van de monetaire politiek toenemen in gewicht.

Literatuur

- Brunner, K. en A.H. Meltzer, 1993, *Money and the Economy*, Cambridge
- Dewall, F.A. von, M.M.G.Fase en D.J.C.Flemming (red.), 2002, *De Introductie van de Chartale Euro: prijsillusie of desillusie?*, ING Amsterdam
- Fase, M.M.G., 1998, *On Money and Credit in Europe*, Cheltenham,UK/ Northampton, MA
- Fase, M.M.G., 1999a, *Geld in het Fin de siècle*, Amsterdam
- Fase, M.M.G., 1999b, *On Interest Rates and Asset Prices in Europe*, Cheltenham, UK / Northampton, MA.
- Fase, M.M.G., 2000, *Tussen Behoud en Vernieuwing: geschiedenis van de Nederlandsche Bank 1947-1973*, Den Haag
- Fase, M.M.G., 2002a, "Muntillusie", *Economisch Statistische Berichten* 87(24 mei), 410-411
- Fase, M.M.G., 2002b, *Van Droom naar Daad: veertig jaar monetaire economie in vogelvlucht*, Amsterdam
- Fase, M.M.G. en W.F.V. Vanthoor, 2000, "Het Federal Reserve Stelsel Belicht; proeve van een vergelijkende analyse", *Financiële & Monetaire Studies* 18 nr. 4 (december)
- Fehr, E. en J-R. Tyran, 2001, "Does money illusion matter?", *American Economic Review* 91, 1239-1262
- Folkertsma, C.K., 1999, "Nominal wage contracts, adjustment costs and real persistence of monetary shocks", *De Economist* 147, 461-488
- Friedman, M. (red.), 1956, *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago

- Friedman, M., 1977, "Nobel lecture: inflation and unemployment", *Journal of Political Economy* 85, 451-472
- Galbraith, J.K., 1975, *Money: Where it Came, Where it Went*, Boston
- Imrohorglu, A., 1989, "Cost of business cycles with indivisibilities and liquidity constraints", *Journal of Political Economy* 97, 1364-1383
- Lietaer, B., 2001, *Het Geld van de Toekomst: een nieuwe visie op welzijn en een humanere wereld*, Amsterdam
- Lucas, R.E., 1987, *Models of Business Cycles*, Oxford
- Lucas, R.E., 1996, "Nobel lecture: monetary neutrality", *Journal of Political Economy* 104, 661-682
- Poole, W., 1970, "Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model", *Quarterly Journal of Economics* 80, 197-216
- Poole, W. en R.H. Rasche, 2000, "Perfecting the market's knowledge of monetary policy", *Journal of Financial Services Research* 18, 255-298
- Sims, C.A., 1980, "Macroeconomics and reality", *Econometrica* 48, 1-48
- Stiglitz, J.E., 2002, *Globalization and its Discontents*, New York
- Taylor, J.B., 1993, "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195-214
- Weddepohl, C., 2002, *Over dynamische economische modellen*, afscheidscollege UvA, FEE, Amsterdam