

## Het verdwenen geld

*Het geld moet ergens zijn, maar waar? En ook is niet duidelijk hoe de geldhoeveelheid de reële economie beïnvloedt.*

Volgens het *Groot woordenboek der Nederlandse taal* (12e druk 1992) is een anomalie een afwijking van een regel of wet, een tegenstrijdigheid of onregelmatigheid. Iets vrijer opgevat kan er ook onder worden verstaan een buiten de gangbare zienswijze vallend aandachtspunt. Op het terrein van het geld, crediet en bankwelen, de in onbruik geraakte benaming voor wat thans monetaire economie heet, bestaan verschillende van dergelijke onderbelichte of nog niet goed begrepen verschijnselen. Eén ervan is de kwestie van het verdwenen geld, een andere die van de monetaire transmissie.

### Het ontbrekende geld

Achter de benaming het ontbrekende of verdwenen geld, zoals deze sinds de jaren 1970 in de monetaire literatuur verschijnt, gaan twee nogal verschillende vraagstukken schuil. Aan de ene kant is dit de macro-economische vraag naar geld – taalkundig minder fraai maar korthedshalve de geldvraag genoemd – en het daarmee verbonden begrip omloopsnelheid. Aan de andere kant betreft dit de registratie van de feitelijke verblijfplaats van de geldhoeveelheid.

### Geldvraag

Wat de macro-economische invalshoek betreft, werd de vraag naar het verdwenen geld met zoveel woorden voor het eerst gesteld in een inmiddels befaamd artikel van de Amerikaanse economist Goldfeld uit 1976. Zoals bekend, wordt de macro-economische geldvraag, dat wil zeggen het volume gewenste kassen, verklaard uit de omvang van de transacties, vaak gemeten als bnp, de lange en de korte rente, en het prijspeil, rekening houdend met traagheid in het aanpassingsgedrag. Empirisch onderzoek naar de aldus opgevatte vraag naar geld is bijna zo oud als de straat

en heeft sinds de eerste econometrische studies uit eind jaren 1930 een opmerkelijke ontwikkeling doorgemaakt. Kenmerkend daarbij is een steeds verdergaande econometrische verfijning zonder noemenswaardig betere resultaten. Dit decennialange proces van econometrisch-technologische verfijning kan samenvattend worden gekenschetst als een zoektocht naar stabiliteit<sup>1</sup>.

Goldfelds, vermoedelijk vanwege de spectaculaire titel zoveel aandacht trekkende artikel "The case of the missing money" past geheel in deze zoektocht<sup>2</sup>. De titel ten spijt, gaat Goldfelds artikel echter alleen over de constatering dat een eerder door hem voor de VS geschatte geldvraag over de periode vóór 1972 bij extrapolatie de feitelijke geldvraag in de VS systematisch overschat. Goldfeld bezag daarbij primaire liquiditeiten of M1, dat wil zeggen chartaal plus giraal geld. Het verschil tussen de volgens de econometrische schatting aanwezige hoeveelheid geld en de feitelijk aanwezige hoeveelheid noemt Goldfeld het verdwenen geld, waarbij kennelijk zijn geldvraag als norm voor de werkelijkheid nemend.

Deze overschatting, die berust op een econometrische fictie, vindt Goldfeld intellectueel verontrustend en in zijn speurtocht naar de achterliggende oorzaken denkt hij in eerste aanleg aan een specificatiefout, dat wil zeggen fouten in zijn norm. Om dit te ondervangen beschouwt hij een groot aantal alternatieve geldvraagfuncties. Zonder groot succes overigens, want zeker de helft van het aanvankelijk onverklaarde geldresidu blijft bestaan.

Drie zaken vallen in dit artikel vooral op. De eerste is dat Goldfeld zijn constatering van een zeker conjunctureel patroon in de onverklaarde rest niet verder uitwerkt. De tweede is zijn toespeeling op de rol van het vermogen als een wellicht ten onrechte

weggelaten verklarende grootheid. De derde is dat Goldfeld geen beroep doet op econometrische hoogstandjes voor vermindering van het residu.

Het doet sympathiek aan dat juist Goldfeld voor de verklaring van het residu niet zijn heil zoekt bij de formeel-econometrische vluchtweg maar een inhoudelijke weg inslaat. Hij doet dit door te experimenteren met allerhande additionele verklaringsgronden, onderverdelingen naar sectoren en uitbreiding van het gezegde geldaggregaat. Het succes is echter beperkt. Verwonderlijk is dat hij in zijn nadere empirische analyse, ondanks zijn eerdere aandacht aan deze factoren, expliciete opname van de conjunctuur of de door hem bepleite vermogensvariabele als verklarende grootheden achterwege laat. Natuurlijk zijn aan beide uitbreidingen problemen van meting en databeschikbaarheid verbonden. Deze zijn echter niet onoverkomelijk, zoals onderzoek voor Nederland en ook Europa heeft geleerd<sup>3</sup>. De desbetreffende studies voor EG-landen laten zien dat Goldfelds onverklaarde rest – zijn anomalie voor de VS derhalve – krachtig wordt teruggebracht of zelfs verdwijnt door opname van een conjunctuurindicator of financieel ver-

1. Vergelijk M.M.G. Fase, The search for stability: an empirical appraisal of the demand for money in the G7 and EC countries', *De Economist* jg. 142, 1994, blz. 421-454.

2. *Brookings Papers on Economic Activity* jg. 3, 1976, blz. 683-730.

3. Zie bij voorbeeld A.M. Dierick, De liquiditeitsquote als variabele factor, *Maand-schrift Economie*, jg. 32, 1967, blz. 130-157; M.M.G. Fase en J.B. Kuné, De vraag naar liquiditeiten in Nederland, 1952-1971, *De Economist* jg. 122, 1974, blz. 326-356; F.A.G. den Butter en M.M.G. Fase, The demand for money in EEC countries, *Journal of Monetary Economics* jg. 8, nr. 2 (september 1981), blz. 201-230; M.M.G. Fase en C.C.A. Winder, The demand for money in the Netherlands revisited, *De Economist* jg. 138, 1990, blz. 276-301; idem, The demand for money in the Netherlands and the other EC countries, *De Economist* jg. 141, 1993, blz. 471-496; idem, De geldhoeveelheid in de EMU: een analyse met de Divisia-maatstaf, De Nederlandsche Bank, *Kwartalbericht 1994/3*, september 1994, blz. 27-58; M.M.G. Fase, *Divisia aggregates and the demand for money in core EMU*, paper gepresenteerd op bijeenkomst over Divisia aggregaten, Universiteit van Oxford, Mississippi, oktober 1994.

mogen als extra verklarende grootheden.

#### *Lokalisatie van bankbiljetten*

Goldfelds zoektocht naar het ontbrekende geld is, vanwege het fictieve karakter, in zekere zin vooral een abstracte macro-economische oefening, die weinig ruimte biedt voor de innerlijke verbeelding. Geheel anders is dit voor de andere, meer beschrijvende, zienswijze op het ontbrekende geld. Uitgangspunt daarvan is het feit dat bij nauwgezette statistische registratie de geldhoeveelheid zich niet laat lokaliseren. Hierdoor wordt het houderschap van geld duisterder naarmate de globale verdeling naar sectoren gedetailleerder wordt. Dit merkwaardige verschijnsel is niet alleen vastgesteld voor Nederland, waartoe mijn illustratie zich beperkt, maar ook voor andere landen<sup>4</sup>. Op basis van het Spaaronderzoek 1960 van het CBS vond Nieuwenburg in zijn onderzoek naar het liquiditeitsbezit van gezinshuishoudingen in Nederland dat zijn toerekening voor 1960 naar een aantal sectoren per saldo in een niet nader te bepalen restpost van ongeveer 80% of bijna f 9 mrd. resulteert<sup>5</sup>. Dit percentage betrof zowel chartaal als giraal geld, kortom de primaire liquiditeiten. In vervolg op Nieuwenburg hebben Cramer en Reekers voor 1971 getracht via rechtstreekse ondervraging helderheid te verkrijgen over dit naar houderschap ontbrekende geld. Ook zij slaagden er niet in de grote restpost, hun minutieuze werkwijze ten spijt, in belangrijke mate te lokaliseren: zij konden voor maar ongeveer de helft het houderschap vaststellen. Het ontbrekende geld in hun onderzoek betrof vooral bankbiljetten, waarvan ruim 60% van de waarde niet kon worden gelokaliseerd. Dit zou zich vooral bij de grote bankbiljettencoupires voordoen.

Niet zo lang geleden ondernamen Boeschoten en Fase door middel van intensieve enquêtes gecombineerd met experts' opinies een hernieuwde poging om nadere kennis over het houderschap van bankbiljetten te verwerven<sup>6</sup>. Zij richtten zich daarbij, evenals Fase enige jaren eerder in een toerekeningspoging had gedaan, geheel op het biljet van f 1.000. Hun conclusie was dat slechts 60% van het houderschap van deze bankbiljettencoupire vast te stellen, ondanks het feit dat sectoren als drugs-

handel, autobranche en gokwereld – om aan te sluiten bij de monetaire folklore – uitdrukkelijk in het onderzoek waren betrokken. Vergeleken met eerder onderzoek was dit een belangrijke stap voorwaarts naar gewonen inzicht. Het definitieve antwoord bleef echter uit.

#### *Beleidsimplicaties*

De vraag is welke implicaties de constatering van het verschijnsel van ontbrekend geld heeft voor het monetaire beleid.

Wat de geldvraag betreft, wordt stabiliteit vaak gezien als een noodzakelijke voorwaarde voor het voeren van een geldhoeveelheidsbeleid. Vooral hier onmiddellijk de conclusie aan te verbinden dat het ontbreken van stabiliteit natuurlijkerwijze moet leiden tot minder aandacht voor geldhoeveelheidsbeleid ten gunste van bijvoorbeeld rentebeleid, zou het doelmatig zijn deze voorwaarde nader theoretisch te onderzoeken. Daarnaast is intensivering van het onderzoek naar de rol van financieel vermogen en conjunctuur wenselijk, vooral ook omdat de rol van vermogen op natuurlijke wijze een groter bezit aan liquiditeiten zou verklaren.

De onmogelijkheid het grote geld te lokaliseren is intellectueel en statistisch vervelend maar heeft geen ernstige beleidsgevolgen. De enige beleidsimplicatie waaraan gedacht zou kunnen worden is van micro-economische aard en zou de beslissing inhouden de grootste coupure, die van f 1000, niet langer uit te geven. Vermoedelijk is dit echter een schijnoplossing die bovendien geen recht zou doen aan de Nederlandse traditie terzake van het bankbiljettenboeket, dat sinds 1814 een biljet van f 1000 kent.

Welk antwoord ook wordt gegeven, de onmogelijkheid vooralsnog met redelijke nauwkeurigheid vast te stellen waar het door de centrale bank in omloop gebrachte geld zich bevindt – dat wil zeggen invulling van Sir Dennis Robertsons dictum dat "money must be somewhere"<sup>7</sup> – is zeer onbevredigend en een anomalie waarin onderzoekers niet mogen berusten.

#### **Monetaire transmissie**

Sinds Hicks de principiële onbepaaldheid van de Keynesiaanse rentetheorie aantoonde, is het daarbij gebruikte IS-LM-stelsel het voornaamste

didactische hulpmiddel geworden om de werking van het geld (maar ook de rentevorming) in beeld te brengen. Zoals bekend is deze voorstelling van zaken erg eenvoudig en gestyleerd. Zo wordt bij voorbeeld geheel geabstraheerd van openheid van een volkshuishouding, wisselkoersen, inflatie of de invloed van vermogensmutaties. Een in dit licht beschouwde interessante amendering, die met name in de jaren 1970 de monetaire discussie en kritiek op het IS-LM-denkschema verdiepte, kwam van de monetaristen Brunner en Meltzer<sup>8</sup>. In hun zienswijze, waar overigens net als in het IS-LM-raamwerk de wisselwerking van stroom- en voorraadveranderingen centraal staat, wordt het transmissieproces gevoed door wijziging in de relatieve prijzen en de daardoor op gang komende substitutieprocessen.

Hoewel Brunner en Meltzer zich enigszins afzetten tegen het Hicksiaanse model, is dit tegelijkertijd hun aangrijpingspunt voor veralgemenisering ervan. Belangrijke kenmerken daarvan zijn het aanvaarden van een ruimer scala van activa dan in de eenvoudige geld-obligatie-dichotomie van Keynes en Hicks. Zo onderscheiden Brunner en Meltzer – en met hen de monetaristen uit de jaren zeventig – binnenlandse en buitenlandse activa, financiële en reële activa alsmede

4. Vergelijk J.S. Cramer en G.M. Reekers, *Het houderschap van liquiditeiten in Nederland*, NIBE, Amsterdam, 1972. Zie ook J.S. Cramer en G.M. Reekers, Money demand by sector, *Journal of Monetary Economics* jg. 2, 1976, blz. 99-112.

5. C.F.K. Nieuwenburg, *Het liquiditeitsbezit van gezinshuishoudingen in Nederland*, NIBE, Amsterdam, 1969.

6. W.C. Boeschoten en M.M.G. Fase, The demand for large bank notes, *Journal of Money, Credit, and Banking*, jg. 24, 1992, blz. 319-337. Zie ook M.M.G. Fase, Het bankbiljet van duizend gulden: betaalmiddel of opotmiddel?, *De Nederlandsche Bank, Kwartaalbericht*, 1985/4, maart 1985, blz. 31-37.

7. D. Robertson, *Money*, Cambridge University Press, Cambridge, 4e druk, 1948.

8. K. Brunner, A survey of selected issues in monetary theory, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, jg. 107, 1971, blz. 1-146 en het samenvattende overzicht van K. Brunner en A.H. Meltzer, *Money and the economy: issues in monetary analysis*, Cambridge University Press, Cambridge, 1993.

financiële activa gerangschikt naar looptijd en liquiditeit waaronder het gewone geld. Hierbij worden, anders dan in de gangbare opvatting die geld ziet als de keerzijde van bankkrediet, geld en kredietmarkten uitdrukkelijk onderscheiden. Verder spelen het vermogen en de daarmee samenhangende balans- en budgetrestricties een wezenlijke rol in hun stelsel, dat daardoor logisch gesloten wordt. In de prijsvorming volgens de monetaristische zienswijze van Brunner en Meltzer staan rente- en beloningsvoeten voor kapitaalgoederen centraal. Deze prijsvorming werkt ook door in het aanbodproces van geld, waar basisgeld en geldmultipliator – ten dele een oude bekende uit de vooroorlogse leer van het geld, crediet en bankwezen – theoretische verdieping en een zekere endogenisering ondergaan.

De theorie van Brunner en Meltzer is elegant, rijk aan analytische mogelijkheden en logisch sluitend. Bovendien zoekt ze aansluiting bij de micro-economische prijstheorie. Hierdoor wint ze aan overtuigingskracht. Echter, zoals past bij de monetaristische zienswijze, meenden de verdedigers ook dat het een verifieerbare theorie betrof. Empirisch onderzoek, met veel voortvarendheid aangevat, bleek echter moeizaam en weinig overtuigend. Het was alsof de theorie van het transmissieproces van Brunner en Meltzer te veeleisend was voor empirische invulling. Dit blijkt ook uit de daadwerkelijke toepassingen die zijn beproefd en waar dusdanige vereenvoudigingen nodig waren dat van de aanvankelijke theorie slechts een mager aftreksel overbleef<sup>9</sup>. Dit neemt niet weg dat de interessante vraag blijft bestaan waarom dit zo hevig gepropageerde monetaristische en theoretische bastion geheel is verdwenen uit de 'mainstream' van de monetaire economie. Ligt dit aan de stukgelopen empirie of dienden zich nieuwe, compacter te formuleren theorieën zoals die van de rationele verwachtingen *cum* opdeling in verwachte en onverwachte schokken aan? Of was het dat de monetaristische benadering naar de schaduw verschoof en plaats moest maken voor een nieuwe generatie denkers over monetaire economie? Of, en het is wellicht spijtig tot die slotsom te komen, lijkt de oude, vooral Keynesiaanse, benadering empirisch nog het meeste houvast te geven<sup>10</sup>?

## Slot

Dit opstel schetst twee voorbeelden van onderzoekerreinen uit de monetaire economie die hun raadsels niet hebben prijsgegeven. Uiteraard zou een andere keuze van monetaire anomalieën denkbaar zijn. Zo is vrijwel onontgonnen de samenhang tussen financiële structuur en monetaire transmissie of het verband tussen monetaire vormgeving en modellering. Ook de analyse van de verdelingseffecten van een kwantitatief kredietbeleid is nooit centraal aandachtspunt van onderzoek en beleid geweest. Een geheel ander thema, evenzeer de moeite waard, is de theorie van de monetaire regelgeving en toezicht. Als in de monetaire economie stiefmoederlijk behandeld onderwerp zou verder gedacht kunnen worden aan de analyse van geld en economische groei. Hoe dit ook zij, de besproken en zojuist genoemde voorbeelden laten andermaal zien dat de monetaire economie, evenals de geschiedschrijving naar het woord van Geyl, kan worden opgevat als "een discussie zonder eind"<sup>11</sup>.

## M.M.G. Fase

De auteur is onderdirecteur van de Nederlandsche Bank en hoofd van haar Afdeling Wetenschappelijk onderzoek en econometrie, alsmede hoogleraar monetaire economie aan de Universiteit van Amsterdam.

9. Een voorbeeld van een toepassing op Nederland biedt: P. Korteweg en P.D. van Loo, *The market for money and the market for credit*, M. Nijhoff, Leiden, 1977.

10. Een bevestiging van deze hypothese biedt het recente overzicht door W.C. Boeschoten en P.J.A. van Els, De betekenis van monetaire transmissie, De Nederlandsche Bank, *Kwartaalbericht*, maart 1995 (te verschijnen).

11. P. Geyl, *Napoleon voor en tegen*, De Haan, Zeist, 1965, blz. 5.