

De ECB na vijf jaar

D. Schoemaker

De auteur is hoogleraar Finance, Banking & Insurance aan de Vrije Universiteit Amsterdam en plaatsvervangend directeur Financiële Markten bij het ministerie van Financiën. Met dank aan Bernard ter Haar en Lex Hoogduin voor nuttig commentaar. d.schoemaker@minfin.nl

Het boek *The European Central Bank* geeft een evenwichtige beoordeling van het monetaire beleid in de eerste vijf jaar.

Daarnaast biedt het boek een vooruitblik op de hervormingsagenda van de ECB.

The European Central Bank is een boeiend boek. Het bevat een uitgebreide beoordeling van het monetaire beleid in de eerste vijf jaar van de ECB. De auteurs hebben hun sporen verdiend aan de academische zijde van het monetaire debat en geven de ECB terecht een goed rapportcijfer. Twee onderwerpen worden in aparte hoofdstukken uitgelicht: transparantie en (de)centralisatie. De agenda voor de toekomst, zoals de gevolgen voor de ECB van de recente uitbreiding van de EU met tien nieuwe lidstaten, komt ook aan de orde.

Een belangrijke uitdaging voor de toekomst mis ik echter. Dat is de rol van financiële stabiliteit. De auteurs laten zich daarmee kennen als representanten van de Duitse traditie waarin de monetaire rol van centrale banken centraal staat (*narrow central bank*). De Engelse traditie daarentegen ziet monetaire en financiële stabiliteit als twee zijden van dezelfde munt.

Monetaire beleidstrategie

De kern van het boek is hoofdstuk 3, waarin de auteurs een beoordeling geven van het monetaire beleid van de ECB. Het boek is gericht op de beleidsmatige kant en diept de politieke achtergronden uit. De praktische kant (*de plumbing of the system*) komt niet aan de orde. Dat vind ik jammer. Zo constateren de auteurs dat binnen enkele weken na de introductie van de euro de geldmarktrente (EONIA) stabiel is. Hier ligt een knap staaltje planning aan ten grondslag. De betalingssystemen voor grote bedragen van de nationale centrale banken zijn via het vereveningssysteem TARGET aan elkaar gekoppeld. Naast de monetaire beleidsacrobatiek, zoals een gecoördineerde renteverlaging in december 1998, is het goede functioneren van TARGET vanaf de eerste werkdag in januari 1999 verantwoordelijk voor de succesvolle introductie van de euro.

Prijsstabiliteit

De monetaire beleidstrategie van de ECB heeft twee hoofdelementen: een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit en een twee-pijlerstrategie. Hierbinnen vormt de geld(groei) de eerste en meest prominente pijler en is een breed opgezette analyse van factoren die de prijsontwikkeling beïnvloeden de tweede

pijler. Academië waren (en zijn) kritisch over het feit dat het Verdrag van Maastricht geen definitie van prijsstabiliteit bevat. De opdrachtgevers (de politiek) horen de definitie te specificeren, zodat de opdrachtnemer (de ECB) eraan gehouden kan worden. Dat is de kern van verantwoording (*accountability*). Toch heeft de ECB op succesvolle wijze een werkbaar definitie uitgewerkt. Enkele jaren geleden is de definitie verhelderd: het doel is de inflatie onder, maar dichtbij 2% over de middellange termijn te houden. Uitgaande van de definitie beoordelen de auteurs terecht het *track record* van de ECB als succesvol. De inflatie heeft zich weliswaar geruime tijd boven twee procent bewogen, maar er is geen moment sprake geweest van (hoge) inflatieverwachtingen in de markt. De auteurs geven een goed verslag van deze discussie over de definitie van prijsstabiliteit.

Geldgroei als kompas

Een controversieel onderwerp is de rol van geldgroei als eerste (en daarmee belangrijkste) pijler van de monetaire beleidstrategie. Discussies over geldgroei-cijfers (M3) zijn nogal wispelturig. Als de geldgroei-cijfers in lijn zijn met de monetaire beslissing om de rente te veranderen, dan wordt dat als onderbouwing aangevoerd. Als de geldgroei-cijfers juist een andere kant op wijzen, dan wordt bij de rentebeslissing verwezen naar 'tijdelijke factoren die M3 beïnvloeden' om aan te geven dat deze keer niet op het M3-kompas kan worden gecoördineerd. Dit komt de transparantie van het monetaire beleid niet ten goede.

Het is begrijpelijk dat bij de overgang van de Bundesbank naar de ECB de geldgroei-pijler is gehandhaafd vanwege de continuïteit van het monetaire beleid. Nu de ECB succesvol is en een eigen reputatie heeft opgebouwd, had men bij de evaluatie van de monetaire beleidstrategie in 2003 de mogelijkheid gehad om de geldgroei-pijler af te schaffen. Toch heeft men ervoor gekozen om geldgroei te handhaven, maar nu als tweede pijler. Geldgroei leidt op middellange tot lange termijn tot inflatie en is daarom mede van belang voor monetair beleid. Onder meer door financiële innovatie zijn de fluctuaties in de geldgroei op korte termijn echter zo groot dat deze niet bruikbaar is als beleidskompas. Ik ben het dan ook eens met de auteurs dat dit



The European Central Bank – Credibility, Transparency and Centralization
 Jakob de Haan, Sylvester C.W. Eijffinger en Sandra Waller
 CESifo Book Series, The MIT Press
 264 blz., \$ 35

een gemiste kans is om definitief af te rekenen met de geldgroeipijler. De auteurs pleiten voor een strategie van *inflation-targeting*, waarbij geldgroei één van de relevante informatievariabelen is.

Informatie en transparantie

Dit brengt ons bij het onderwerp informatievoorziening en transparantie. De ECB scoort ten opzichte van andere centrale banken goed op de verschillende indicatoren van informatievoorziening. Zo publiceert de ECB sinds 2001 (na externe druk) de inflatievoorspellingen. Volgens de auteurs leidt dit echter niet tot de gewenste transparantie, die zij definiëren als “*het begrijpen van het monetaire beleidsproces en de rentebeslissingen door het publiek*”. De auteurs voeren twee redenen op voor het dilemma van een goede score bij informatievoorziening, maar een slechte score bij transparantie. De eerste reden is de veelheid aan uitspraken door leden van de ECB-Raad, die bestaat uit de directie en de presidenten van de nationale centrale banken. In de periode van 1999 tot en met 2002, zijn er 256 uitspraken van de directieleden in Frankfurt en 336 van de NCB-presidenten. De tweede reden voert terug op het eerdere punt van de monetaire beleidstrategie en de wisselende onderbouwing van rentebeslissingen.

Over de presentatie heb ik een kanttekening. Hoofdstuk 4 wemelt van de indicatoren op het gebied van informatievoorziening, transparantie en geloofwaardigheid. Een goede beschrijving bij de tabellen met indicatoren ontbreekt. Al puzzelend moet de lezer er achterkomen dat op dezelfde pagina in tabel 4.3 een hoge score goed is en in tabel 4.4 een lage score. Verder bevatten tabellen 4.6 en 4.9 enkele storende fouten.

Centralisatie

De auteurs laten zien dat het Europese Stelsel van Centrale Banken (ESCB) erg decentraal is georganiseerd (twaalf NCB-presidenten tegenover zes directieleden in het centrum) vergeleken met de Bundesbank en het Federal Reserve Systeem. Een punt van zorg daarbij is dat kleine lidstaten, zoals Luxemburg, net zo'n zware stem hebben als grote lidstaten, zoals Duitsland. Dat wordt erger met de mogelijke invoering door de tien nieuwe EU-lidstaten van de euro. De auteurs zijn voorstander van het in evenwicht brengen van het politieke stemgewicht met het economische gewicht, gemeten in bnp. Gewogen stemmen, zoals bij de Ecofin, noemen de auteurs daarbij als een mogelijkheid. Naar mijn mening zou dit echter juist de nationale kant in de kaart spelen. Volgens onderzoek door de auteurs zijn nationale/regionale overwegingen onvermijdelijk gebleken bij de Bundesbank en de Fed. In de ECB-Raad moet iedereen over de juiste rente voor het euro-gebied als geheel stemmen en mogen nationale overwegingen geen rol spelen. De eerste ECB-president, Duisenberg, is er in geslaagd om besluitvorming op basis van consensus te realiseren. Gewogen stemmen zou dat tegengaan: de blikken zijn dan gericht op de Duitse (dertig procent van de stemmen) en Franse (ruim twintig procent) vertegenwoordiger.

De ECB heeft besloten om bij verdere uitbreiding over te gaan tot rotatie waarbij de vijf grote landen vier stoelen bezetten (80% van de tijd kan een land stemmen) en de overige landen elf stoelen. Rotatie doet mijn inziens recht aan de betrokkenheid van landen (je komt allemaal een keer aan de beurt) en de grootte van landen (als groot land kom je langer aan de beurt).

De auteurs steunen roterend lidmaatschap, alhoewel het volgens hen ook met minder dan vijftien nationale stoelen had gemogen.

Tot slot bevat hoofdstuk 5 een fascinerende bespreking van (het gebrek aan) synchronisatie van de conjunctuurencyclus van de deelnemende landen. Dit debat vind ik een verrijking van de literatuur. Bij de komst van de euro werd synchronisatie alom verwacht; recent onderzoek toont aan dat daar (nog) geen sprake van is.

Financiële stabiliteit

Er ontbreekt altijd wel iets in een boek. In dit geval is het financiële stabiliteit. David Folkerts-Landau en Peter Garber (1992) van het IMF waren hier al bang voor. Ze stelden de vraag of de ECB een echte bank zou worden of slechts een monetaire regel. Het Verdrag van Maastricht deed volgens hen het laatste vermoeden. De auteurs sluiten aan bij deze laatste visie. Het woord financiële stabiliteit komt niet in het boek voor. Zelf denk ik dat hier juist sprake is van een *unfinished agenda*. Pan-Europese banken zijn onmiskenbaar in opkomst (Schoenmaker & Oosterloo, 2005). Als deze trend doorzet, zal financiële stabiliteit in de toekomst niet langer alleen maar nationaal kunnen worden beheerst. Een passende rol van de ECB zal moeten worden uitgewerkt. Die zal verder gaan dan het huidige ‘bijdragen aan financiële stabiliteit’ en slechts letten op de monetaire effecten van mogelijke *lender of last resort*-operaties die worden uitgevoerd onder de verantwoordelijkheid van nationale centrale banken. In het hoofdstuk over centralisatie had ik graag gelezen welke rol de auteurs hier voor de ECB weggelegd zien.

Slot

Dit boek kan ik de monetaire fijnproevers aanbevelen. De auteurs hebben zelf veel onderzoek verricht op het gebied van transparantie, geloofwaardigheid en centralisatie. Niet alleen hun eigen publicaties, maar ook die van hun tegenstanders worden uitvoerig besproken. Eén geval is aan de oplettendheid van de auteurs ontsnapt. In hoofdstuk 2 komt de rol van academische en professionele ECB-watchers aan de orde. Aan de academische kant wordt het panel van monetair economen dat het Europese Parlement adviseert geprezen, terwijl een even eerbiedwaardig panel van monetair economen van het Centre for European Policy Research dat onder de vlag Monitoring the European Central Bank regelmatig publiceert niet expliciet wordt genoemd. Verder worden de meningen van de professionele watchers als wispelturig afgedaan.

De kern van het boek is een evenwichtige beoordeling van het monetaire beleid en de hervorming ervan. De auteurs bevelen de ECB aan om ook stap twee op de hervormingsweg te zetten. De eerste stap is gezet met het publiceren van inflatievoorspellingen. De tweede stap zou een volledige omarming van de strategie van *inflation-targeting* zijn, waarvan geldgroei een onderdeel is (maar niet als separate pijler). Dit komt volgens de auteurs de transparantie ten goede. ■

Dirk Schoenmaker

Literatuur

- Folkerts-Landau, D. & P. Garber (1992) The ECB: A Bank or A Monetary Policy Rule? In Canzoneri, Grilli & Masson (red.) *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge University Press.
- Schoenmaker, D. & S. Oosterloo (2005) Financial Supervision in an Integrating Europe: Measuring Cross-Border Externalities. *International Finance*, 8, 1-27.



Micromacro Consultants

zoekt een **junior (macro)econoom**
Ideaal als startfunctie of deeltijdbaan

Wie is MMC?

Micromacro Consultants (MMC) is een bureau voor economisch onderzoek en training in, bouw, implementatie en onderhoud van macro-economische modellen met aanvullende modules (koopkracht, monitoring, olie etc.) in vier continenten:

1. Aruba (Directie EZHI)
2. Curaçao (Dienst Economische Zaken)
3. Kenya (Min. Fin. And Ec.Dev., donor EU)
4. Indonesia (Min. Fin., Wereldbank project)
5. In Nederland verrichtte MMC al onderzoek voor de Ministeries VROM, VWS, BZK, OCW, EZ en FIN en branche organisaties. Het ging onder andere om onderzoek naar woningmarkt, arbeidsduur, lonen, belastingen, en ontwikkelen van een loonkostenprogramma.

MMC is elf jaar geleden opgericht door Dr. Marein van Schaaijk, die daarvoor 18 jaar in diverse wetenschappelijke en management functies werkte voor het CPB. MMC stelt per project een team samen bestaande uit diverse zeer

ervaren economen part time en een junior econoom.

Meer info over MMC:

www.micromacroconsultants.com

Over de vacature:

MMC zoekt momenteel voor zijn kantoor in Scheveningen een econoom voltijd of deeltijd om mee te werken aan diverse projecten, in het bijzonder trainings-modules en assistentie bij macro en micro economisch onderzoek. Van de nieuwe medewerker wordt verwacht: enthousiasme, kennis van macro economie, uitstekende beheersing van de Engelse taal, gevoel voor cijfers, heel handig met de PC, Excel en Internet, internationale belangstelling, zowel vermogen tot samenwerken als een aantal weken achtereen alleen te werken. Wellicht een of twee keer per jaar een bezoek van een week aan projecten in het buitenland.

We denken aan een pas afgestudeerde, een voltijd of deeltijdwerker(s) (20 uur per week).

Het salaris is 2200 euro per maand bij werkweek van 40 uur, plus 8% vakantiegeld en projectenbonus, opleidingsfaciliteiten, en opbouw 2 vakantiedagen per maand. Het gaat om een jaarcontract. Onze voorkeur gaat daarbij uit naar iemand die eventueel ook daarna inzetbaar is.

Uw sollicitatie met motivatie en CV en eventuele vragen uitsluitend via mailen naar mmc@bart.nl

De Prof.mr. B.M. Teldersstichting, instelling voor politiek-wetenschappelijk onderzoek vanuit liberale beginselen, zoekt een:



WETENSCHAPPELIJK MEDEWERKER (m/v)

voor de volle werktijd

De Teldersstichting is het wetenschappelijk bureau ten behoeve van het liberalisme en de VVD

Vereist:

- (onlangs voltooide) afgeronde opleiding economie op academisch niveau;
- een brede, algemene maatschappelijke belangstelling;
- vermogen om zowel kwalitatief als kwantitatief snel en grondig te rapporteren;
- beschikken over goede onderzoeksvaardigheden;
- affiniteit met de liberale beginselen.

Taken:

- het voeren van het wetenschappelijk secretariaat van werkgroepen van deskundigen inzake maatschappelijke en politieke vraagstukken;

- het zelfstandig en onder leiding van de directeur verrichten van studies inzake maatschappelijke en politieke vraagstukken;
- het redigeren van rapporten;
- het houden van inleidingen voor diverse gremia.

Salariëring volgens de schalen bij de Rijksoverheid.

Brieven met een korte levensloop en lijst van scriptie(s) en andere publicaties richten aan: dr. P.G.C. van Schie, directeur van de Prof.mr. B.M. Teldersstichting, Koninginnegracht 55a, 2514 AE 's-Gravenhage.

Reacties dienen uiterlijk 19 november 2005 in ons bezit te zijn.