



De frequentie van het monetaire beleid

Auteur(s):

Huizinga, H.P.
Eijffinger, S.C.W.
Katholieke Universiteit Brabant.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4195, pagina 209, 19 maart 1999

Rubriek:**Trefwoord(en):**

monetaire, economie

Veel kleine rentestapjes van een centrale bank worden 'beloond' met relatief hoge inflatie. De ECB doet er goed aan de rente slechts spaarzaam aan te passen.

Een aanpassing van de rente door de Amerikaanse Federal Reserve Bank of door de Europese Centrale Bank (ECB) is wereldnieuws. De kortlopende rente is dan ook het belangrijkste instrument ter beschikking van centrale banken. Deze worden geacht te streven naar stabilisatie van de macro-economie, oftewel een lage inflatie en een evenwichtige economische groei. Soms ondervinden centrale banken de verleiding op korte termijn de werkgelegenheid te stimuleren met een ruim monetair beleid, ten koste van een hogere inflatie (en geen werkgelegenheidseffect) op lange termijn. Zeker centrale banken die afhankelijk zijn van de politiek zijn hiervoor vatbaar. Ook ligt het voor centrale banken voor de hand om snel te reageren met renteaanpassingen als externe schokken daar aanleiding toe geven: volgens 'tekstboek-modellen' zou er continu op nieuwe informatie gereageerd moeten worden. In dit artikel laten wij echter zien dat spaarzaam interveniëren theoretisch verdedigbaar is en in de praktijk tot goede resultaten leidt.

Ook Duisenberg, president van de ECB, heeft in *NRC Handelsblad* van 27 juli 1998 gezegd dat hij gelooft in een monetair beleid van weinig rente-aanpassingen. Duisenberg heeft benadrukt dat de in december tot stand gekomen rente van drie procent in Euroland lange tijd ongewijzigd zal blijven.

In het vervolg onderzoeken wij het verband tussen de frequentie van het monetair beleid enerzijds en verrichtingen op het gebied van inflatie en economische groei anderzijds. Eerst volgt een discussie over het theoretisch verband tussen de monetaire beleidsfrequentie en de inflatie en de economische groei. Dan wordt ingegaan op hoe de frequentie van het monetaire beleid gemeten kan worden. Vervolgens worden deze verbanden empirisch onderzocht aan de hand van data voor een vijftal landen.

De centrale bank als nerveuze volger

Een van de 'werkpaarden' in de monetaire theorie is het model van Barro-Gordon ¹. Volgens dit model bepaalt de centrale bank het monetaire beleid, nadat de sociale partners hun loononderhandelingen hebben afgerond. Op grond van de meest recente economische data kan de centrale bank zodoende onverwachts (voor de sociale partners) een hogere inflatie creëren, indien dit nodig is volgens de nieuwste gegevens om de werkgelegenheid te stimuleren. De centrale bank maakt hierbij een afweging van de kosten van een hogere inflatie enerzijds en de voordelen van stabilisatie van de werkgelegenheid anderzijds. Deze afweging bepaalt de feitelijke inflatie, en ook de inflatieverwachtingen van de sociale partners zoals verwerkt in hun loonafspraken.

In dit model volgen monetaire beleidsaanpassingen telkens op loonafspraken van de sociale partners en de komst van nieuwtjes over de stand van de economische conjunctuur. Anders gezegd, de frequentie van monetaire beleidsbeslissingen komt overeen met de frequentie van economische nieuwsfeiten. De realiteit is anders. Economisch nieuws arriveert immers dagelijks, terwijl monetaire beleidsaanpassingen niet van alle dag zijn. Waarom reageren centrale bankiers vaak niet of pas na lang aarzelen op belangrijk economische nieuws? Met andere woorden, waarom willen centrale bankiers een ingezette beleidskoers het liefst enige tijd continueren?

De centrale bank als onverstoorbare speler

Centrale bankiers, die een in gang gezet inflatiebeleid continueren, blijven langer met de kosten van dit beleid, te weten de inflatie, zitten. Een lang volgehouden inflatoir beleid heeft aan de andere kant snel afnemende meeropbrengsten qua werkgelegenheidsstabilisatie, omdat zo'n lang volgehouden monetair beleid niet adequaat kan inspelen op veranderende economische omstandigheden, bijvoorbeeld op de arbeidsmarkt. Een centrale bank, die een beleid van hoge inflatie enige tijd moet volhouden (met dienovereenkomstige inflatiekosten), zal dus minder snel geneigd zijn om een nog hogere inflatie te scheppen.

Een lage frequentie van aanpassingen van het inflatiebeleid (bijvoorbeeld via rente-aanpassingen) werkt dus disciplinerend, en kan een verklaring zijn voor een lage gemiddelde inflatie. Een lage beleidsfrequentie heeft uiteraard ook kosten, omdat minder vaak ingespeeld kan worden op reële economische schokken. Een grotere variabiliteit van de werkgelegenheid en wellicht de economische groei is het gevolg.

Schokken en aanpassingen

Een belangrijke taak voor de centrale bank is de bepaling van haar optimale beleidsfrequentie. Als landen identiek zijn, dan zijn ook de optimale beleidsfrequenties internationaal identiek en zouden we geen internationale verschillen in beleidsfrequenties moeten kunnen meten. In de praktijk bestaan dergelijke verschillen in beleidsfrequentie tussen landen wel degelijk (zie beneden). Hiervoor zijn drie verklaringen te geven.

Ten eerste kunnen historische en culturele factoren een stabiel monetair beleid in sommige landen verklaren. Zo is de Duitse hyperinflatie van de jaren twintig een mogelijke verklaring van de lage, na-oorlogse Duitse inflatie en wellicht ook van de stabiliteit van het gevoerde monetair beleid.

Een tweede mogelijke verklaring is, dat onafhankelijke centrale banken zuiniger interveniëren dan afhankelijke centrale banken. Onafhankelijkheid is echter niet het enige dat telt. Dit toont het geval van Japan. Dit land heeft een centrale bank die formeel beleidsmatig geïnstrueerd kan worden door het Japanse ministerie van financiën. Japan heeft dus een de jure afhankelijke centrale bank, maar toch voert Japan consequent een stabiel monetair beleid gericht op de middellange tot lange termijn, met infrequente rente-aanpassingen en een lage inflatie.

Ten derde kunnen internationale verschillen in economische structuur aanleiding geven tot andere gewenste en dus werkelijke monetair beleidsfrequenties. Monetair beleid dient ter stabilisatie van aanbod- en vraagshokken, en dus kunnen internationale verschillen in de variabiliteit van deze schokken een verklaring zijn van dito verschillen in beleidsfrequentie.

Een hogere variabiliteit van outputschokken leidt tot een hogere monetair beleidfrequentie². Een hogere beleidsfrequentie stelt de monetair autoriteiten immers beter in staat de outputschokken beleidsmatig te neutraliseren. Het model heeft verder consequenties voor de gemiddelde waarde en de variabiliteit van de inflatie en de economische groei. Deze macro-economische variabelen worden in eerste instantie direct beïnvloed door de outputschokken en verder indirect beïnvloed door de (binnen het model verklaarde) monetair beleidsfrequentie. Samenvattend: meer variabele outputschokken leiden tot:

- » een hogere beleidsfrequentie;
- » een hogere gemiddelde inflatie;
- » een hogere variabiliteit van de inflatie;
- » geen effect op de verwachte economische groei, en
- » een ambigu effect op de variabiliteit van de economische groei.

Het laatste ambigu effect kan als volgt worden verklaard: hogere outputschokken leiden direct tot hogere groeischokken, maar ook tot een hogere beleidsfrequentie en derhalve weer tot meer getemperde groeischokken. Per saldo is het dan onzeker of hogere outputschokken leiden tot een hogere variabiliteit van de feitelijke groeischokken.

Meer variabele outputschokken leiden dus tot een hogere beleidsfrequentie en een hogere inflatie, en er zal daarom een positief empirisch verband moeten bestaan tussen de beleidsfrequentie en de inflatievoet. Verder is er een positief verwacht verband tussen de beleidsfrequentie en de variabiliteit van de inflatie, geen verband tussen de beleidsfrequentie en de gemiddelde groei, en een ambigu verband tussen de beleidsfrequentie en de variabiliteit van de groei. In het vervolg worden deze verbanden tussen de monetair beleidsfrequentie, de inflatie en de economische groei empirisch onderzocht.

De beleidsfrequentie

Het belangrijkste monetair instrument is het disconto tarief of een daaraan gelijkgestelde rente. De monetair beleidsfrequentie meten we daarom in eerste instantie als het aantal keren dat de (maandelijkse) discontovoet verandert in de periode van januari 1977 tot december 1993. De onderzochte landen zijn Australië, Duitsland, Japan, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten; dit zijn alle vijf landen met een nationaal-bepaald monetair beleid (anders dan bijvoorbeeld Nederland, dat het Duits monetair beleid kopieerde). Australië en het VK hadden de meeste rente-aanpassingen in de onderzochte periode (zie [tabel 1](#)), Duitsland en Japan de minste. De VS nemen een middenpositie in.

Tabel 1. Frequentie van mutaties van het disconto tarief, januari 1977 - december 1993

	Australië	Duitsland	Japan	VK	VS
Discontovoet	95	32	31	87	47
BMD-index	-	15	13	-	24

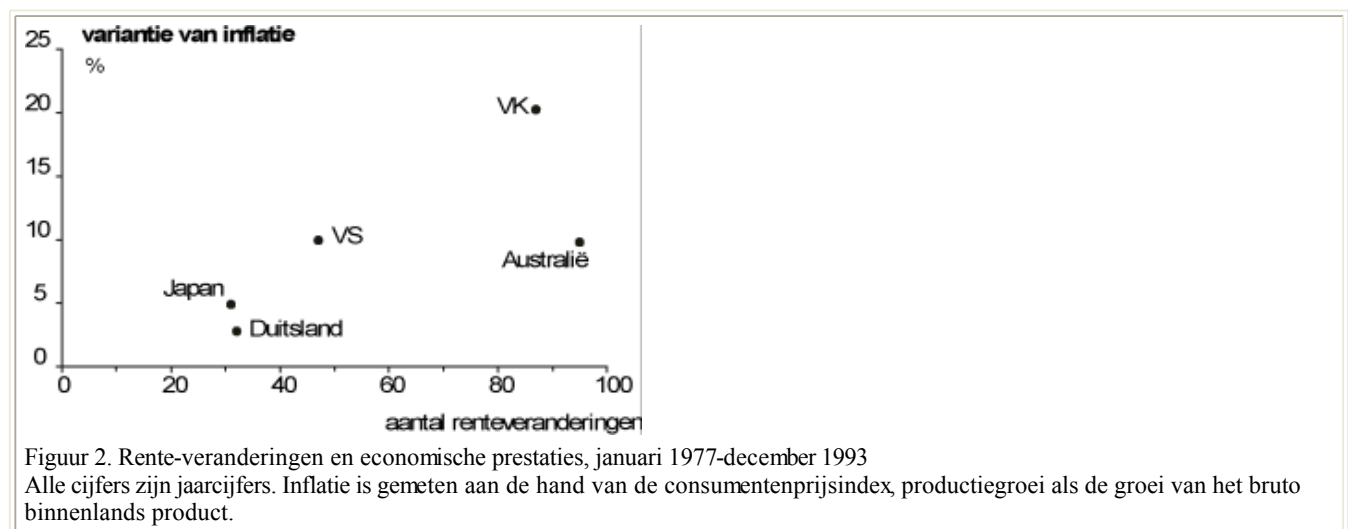
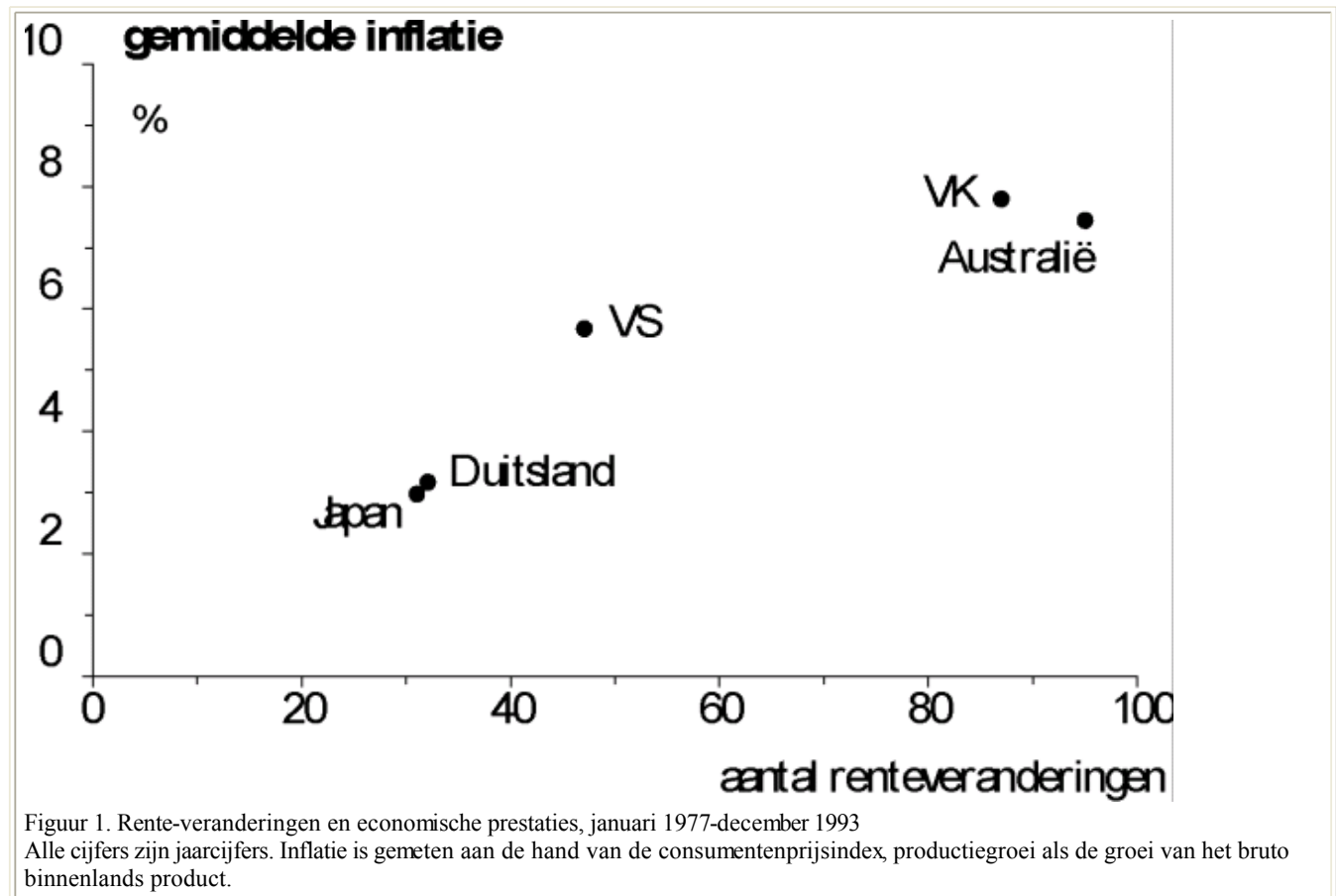
Rediscontotarieff voor Australië en basis rentevoet voor het Verenigd Koninkrijk.

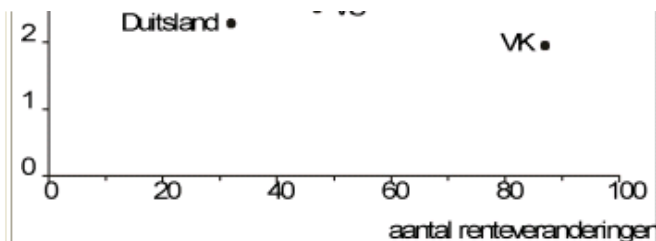
De rente is uiteraard maar een enkel onderdeel van het monetair beleid. Voor een gegeven discontovoet kunnen centrale banken immers veranderingen doorvoeren in andere, minder centrale rentetarieven, en ze kunnen open markt operaties (aan- en verkopen van schatkistpapier) uitvoeren, of de kasreserveverplichting van handelsbanken aanpassen. Al deze monetair instrumenten bepalen gezamenlijk de mate waarin het monetair beleid expansief of restrictief is, en uiteindelijk de inflatie. Een bredere index van de ruimte van het monetair beleid, die deze aspecten behelst, is voor de VS samengesteld door Boschen en Mills (1995) en voor Duitsland en Japan door Dominquez (1996)³. Deze zogenoemde BMD-index varieert van -2 (voor zeer restrictief) tot +2 (voor zeer expansief). Een

verandering van deze index kan worden geïnterpreteerd als een aanpassing van het monetair beleid. [tabel 1](#) geeft aan, dat ook volgens de BMD-index Duitsland en Japan een monetair beleid met minder aanpassingen hebben gevoerd dan de Verenigde Staten.

Empirische resultaten

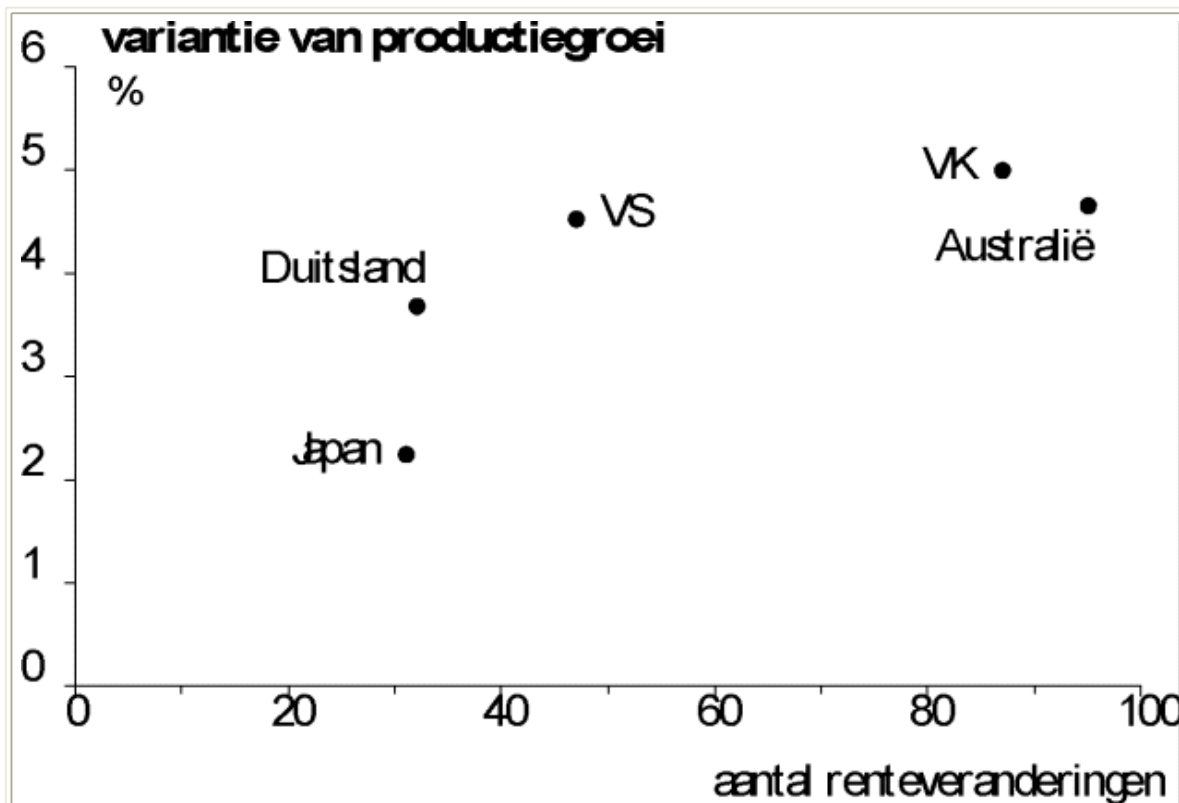
De empirische verbanden tussen de beleidsfrequentie (van de rente-aanpassingen) en de inflatie en de economische groei voor de vijf landen zijn weergegeven in [figuur 1](#), [figuur 2](#), [figuur 3](#) en [figuur 4](#). De frequentie van de rente-aanpassingen is inderdaad internationaal positief gecorreleerd aan de gemiddelde inflatie en de variantie van de inflatie. Duitsland en Japan, zo blijkt, zien hun beleid gericht op weinig rentestappen beloond met gemiddeld lagere inflaties. De Angelsaksische landen, waaronder de VS, moeten hun voorkeur voor veel en kleine rentestapjes bekopen met gemiddeld hogere gerealiseerde inflaties. De figuur toont geen duidelijk verband tussen de monetaire beleidsfrequentie en de gemiddelde economische groei, en een schijnbaar positief verband tussen de beleidsfrequentie en de variantie van de economische groei. Soortgelijke plaatjes (hier niet opgenomen) kunnen geconstrueerd worden aan de hand van monetaire beleidsaanpassingen op grond van de BMD-index.





Figuur 3. Rente-veranderingen en economische prestaties, januari 1977-december 1993

Alle cijfers zijn jaarcijfers. Inflatie is gemeten aan de hand van de consumentenprijsindex, productiegroei als de groei van het bruto binnenlands product.



Figuur 4. Rente-veranderingen en economische prestaties, januari 1977-december 1993

Alle cijfers zijn jaarcijfers. Inflatie is gemeten aan de hand van de consumentenprijsindex, productiegroei als de groei van het bruto binnenlands product.

Conclusie

Er bestaat een duidelijk positief verband tussen de frequentie van monetaire beleidsaanpassingen en de gemiddelde inflatie voor een vijftal landen. De Europese Centrale Bank doet er daarom goed aan te investeren in een reputatie van weinig beleidsaanpassingen. Het gaat hierbij om de frequentie van het feitelijke monetaire beleid, en niet om de frequentie van de geagendeerde zittingen van de Raad van de Europese Centrale Bank (de Raad van de ECB vergadert officieel twee keer per maand). De frequentie van feitelijke beleidsaanpassingen ligt niet statutair vast, en komt al gaande tot stand. Het klaarblijkelijke voornemen van de ECB om de huidige rente van drie procent lange tijd ongemoeid te laten is duidelijk een stap in de goede richting.

¹ Zie R. Barro en D. Gordon, Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, 1983, blz. 101-121.

² Zie H. Huizinga en S. Eijffinger, Should monetary policy be adjusted frequently?, *CEPR Discussion paper* nr. 2074, 1999.

³ Zie J. Boschen en L. Mills, The relationship between narrative and money market indicators of monetary policy, *Economic Inquiry*, 1995, blz. 22-44, en K. Dominquez, Do the G-3 countries coordinate monetary policy?, in Benjamin J. Cohen (red.), *International Trade and Finance: New Frontiers for Research. Essays in Honor of Peter B. Kenen*, Cambridge University Press, 1996.