



De rente doet het

Auteur(s):

Arnold, I.J.M.

Universiteit Nyenrode

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4192, pagina 173, 5 maart 1999

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

uit, de, vakliteratuur, monetaire, economie

In Nederland hebben we ons nooit druk hoeven te maken over de vraag of het aan het Frederiksplein uitgedachte monetair beleid wel een even sterke uitwerking heeft op de economie van Schiermonnikoog als op die van Zuid-Limburg. Met de komst van de euro verandert dat. De Europese Centrale Bank voert een uniform beleid voor een gebied dat veel groter en heterogener is dan Nederland. Daarmee groeit de kans op een verschillende uitwerking van het monetair beleid op de deelnemende landen. Dit kan zelfs politieke conflictstof opleveren. Europese beleidsmakers zijn dan ook benieuwd naar de omvang en de oorzaken van regionale effecten van monetair beleid. Om hierover meer te weten te komen, is inzicht nodig in het monetaire transmissiemechanisme, dat het complexe verband beschrijft tussen monetaire impulsen vanuit een centrale bank en de geaggregeerde vraag in een economie.

Volgens de traditionele theorie verloopt de monetaire transmissie via het rentekanaal. Een verkrappend monetair beleid leidt tot een hogere rente, hetgeen de vraag naar consumptie- en investeringsgoederen remt. Regionale effecten van monetair beleid kunnen worden verklaard uit de combinatie van verschillen in rentegevoeligheid tussen bedrijfstakken en verschillen in industriële structuur tussen regio's. Gebieden met veel kapitaalintensieve industrie zijn bijvoorbeeld gevoeliger voor renteveranderingen dan gebieden waarin de dienstverlenende sector domineert.

Recentelijk is de literatuur over het transmissiemechanisme verrijkt met een groot aantal artikelen over een alternatief transmissiekanaal, waarin het verstrekken van leningen door het bankwezen aan het bedrijfsleven centraal staat ¹. In deze 'kredietvisie' beïnvloedt monetair beleid de economie vooral via het kredietaanbod van banken. Regionale effecten treden op als regio's verschillen in de afhankelijkheid en beschikbaarheid van bankkrediet. Gebieden met veel kleine ondernemingen reageren sterker op het monetair beleid dan gebieden met grote ondernemingen, omdat kleine ondernemingen een slechtere toegang tot de kapitaalmarkt hebben en derhalve meer zijn aangewezen op bankkrediet. Als banken de kredietkraan dichtdraaien zijn vooral kleinere ondernemingen het slachtoffer. Ook gebieden met veel kleine banken reageren sterk op het monetair beleid. Kleine banken, zo luidt de theorie, hebben een minder goede toegang tot financieringsbronnen dan grote banken en zullen derhalve sneller gedwongen zijn de kredietkraan naar het bedrijfsleven dicht te draaien.

Welk kanaal is nu het belangrijkste: het rentekanaal of het kredietkanaal? Gerald Carlino en Robert DeFina hebben dit onderzocht voor de Verenigde Staten ². Er blijken sterke verschillen tussen de regionale effecten van monetair beleid te bestaan: het gebied rond de Grote Meren is bijvoorbeeld veel gevoeliger voor veranderingen in het monetair beleid dan de Rocky Mountains. Carlino en DeFina verklaren deze verschillen met variabelen die het belang van de beide transmissiekanaalen aangeven. Voor het rentekanaal wordt een maatstaf voor de industriële structuur gebruikt (het aandeel verwerkende industrie in het regionale inkomen); voor het kredietkanaal worden twee maatstaven gebruikt die het regionale belang van kleine ondernemingen en kleine banken weergeven.

Regionale verschillen in industriële structuur verklaren ongeveer 45% van de variatie in de effecten van monetair beleid. Daarentegen is het effect van het percentage kleine ondernemingen statistisch insignificant. De coëfficiënt van het percentage kleine banken heeft zelfs het verkeerde teken. Hiermee bevestigen Carlino en DeFina het belang van het rentekanaal voor de transmissie van monetair beleid. Voor het kredietkanaal kunnen ze geen bewijsmateriaal vinden.

Op het eerste gezicht lijken deze uitkomsten geruststellend voor de ECB. De regionale verschillen in industriële structuur zijn in de VS immers veel groter dan in Euroland, zoals de concentratie van de zeer rentegevoelige automobiellindustrie in de Amerikaanse staat Michigan illustreert. Dit zou betekenen dat we ons in Europa minder zorgen hoeven te maken over regionale effecten. Toch moeten we voorzichtig zijn met het extrapoleren van de resultaten naar de Europese context. In de EMU kennen we immers grote institutionele verschillen tussen de deelnemende landen die in de VS ontbreken. Bovendien zou de toenemende economische integratie binnen Europa ertoe kunnen leiden dat onze industriële structuur meer gaat lijken op die van de VS.

Een sterke regionale variatie in de uitwerking van het ECB-beleid is een potentiële politieke splijtzwam. De tijd dat wisselkoersdevaluaties uitkomst boden is immers voorbij. Ofwel deze rol wordt overgenomen door flexibiliteit elders, zoals in de overheidsbegroting of op de arbeidsmarkt. Of we moeten maar hopen dat de regionale effecten van het Europese monetair beleid van gering belang zullen zijn

¹ Zie A.K. Kashyap en J.C. Stein, The role of banks in monetary policy: a survey with implications for the European Monetary Union, Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, september/oktober 1997, voor een literatuuroverzicht.

