



De rente verlagen helpt niet, of toch?

Auteur(s):

Kakes, J.
Vakgroep algemene economie, Rijksuniversiteit Groningen.

Verschenen in:

ESB, 83e jaargang, nr. 4171, pagina 763, 9 oktober 1998

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

uit, de, vakliteratuur, monetaire, beleid

Kan een centrale bank de economie net zo gemakkelijk stimuleren als afremmen? De vraag is actueel, nu voor een steeds groter deel van de wereldeconomie een recessie dreigt, en de Amerikaanse monetaire autoriteiten hierin aanleiding zien de rente te verlagen.

Volgens de theorie kan het monetaire beleid via verschillende kanalen de reële sfeer beïnvloeden. Daarbij krijgt het rentekanaal doorgaans de meeste aandacht: een monetaire verkrapping stuwt de rentevoet omhoog, hetgeen de bestedingen onder druk zet en op die manier de economie afremt. Een monetaire verruiming heeft het omgekeerde effect. Andere transmissiekanalen lopen via de wisselkoers en de kredietverlening. Recentelijk hebben ook vermogenseffecten veel aandacht gekregen: een ruim monetair beleid kan bijdragen aan stijgende beurskoersen en huizenprijzen, en zo de bestedingen stimuleren.

Een oude economische wijsheid stelt echter, dat alleen een monetaire verkrapping reële effecten heeft. Het beleid is dus maar in één richting effectief, hetgeen vaak wordt geïllustreerd met de metafoer van het touwtje dat je gemakkelijk kunt verplaatsen door eraan te trekken, maar dat op zijn plaats blijft liggen als je ertegen duwt. Niet alleen theoretische argumenten, maar ook recent empirisch onderzoek toont aan dat monetair beleid inderdaad asymmetrisch werkt.

Een eerste verklaring hiervoor is dat lonen en prijzen gemakkelijker in opwaartse, dan in neerwaartse richting worden aangepast. In dat geval leidt een monetaire verruiming al gauw tot een toename van het prijspeil, terwijl een verkrapping eerder reële effecten zal hebben. Een tweede verklaring is gebaseerd op kredietverlening. Wanneer banken worden geconfronteerd met een verkrappend monetair beleid wordt het voor hen duurder om leningen te verstrekken. Bovendien kunnen, als gevolg van de gestegen rentelasten, kredietvragers in betalingsproblemen komen. Banken kunnen dan overgaan tot kredietrantsoenering, met negatieve gevolgen voor de groei. Het valt om verschillende redenen te verwachten dat het omgekeerde effect - dat als gevolg van een monetaire verruiming door middel van een grotere kredietverlening de economie zou worden gestimuleerd - veel minder opgaat. Tegenover het bij krap beleid toegenomen kredietrisico staat namelijk geen overeenkomstige premie tijdens ruim monetair beleid: bedrijven zullen slechts hun lening terugbetalen.

Kunnen asymmetrische effecten van monetair beleid ook empirisch worden waargenomen? In een bekend artikel analyseert Cover met behulp van herleide vorm-schattingen de invloed van positieve en negatieve geldaanbodschokken op de economische groei in de Verenigde Staten in de na-oorlogse periode¹. De uitkomsten wijzen op een sterke asymmetrie: negatieve monetaire schokken hebben reële effecten, terwijl positieve schokken geen significante invloed hebben. Cover's studie is door verschillende auteurs herhaald voor andere landen en andere steekproefperiodes, maar met hetzelfde resultaat. Recent heeft Karras voor achttien Europese landen onderzocht of asymmetrie kan worden vastgesteld². Een belangrijke uitbreiding in vergelijking met Cover's studie is dat hij niet alleen geldaanbodschokken analyseert, maar ook veranderingen in de korte rente, die in de meeste economieën als een veel betere indicator voor het monetaire beleid kan worden beschouwd dan de geldvoorraad. Opnieuw blijkt een sterke asymmetrie te bestaan tussen positieve en negatieve monetaire schokken, waarbij vooral investeringen gevoelig zijn voor een monetaire verkrapping.

Deze uitkomsten suggereren dat monetair beleid niet geschikt is om een recessie te bestrijden. Maar zo zeker als dat lijkt, is het toch niet. De studies gaan bijvoorbeeld grotendeels voorbij aan het feit dat de effectiviteit van monetair beleid, in welke richting dan ook, sterk kan samenhangen met de toestand waarin de economie zich bevindt. Een voorbeeld is de liquiditeitsval: een situatie waarin zo weinig vertrouwen in de economie bestaat dat renteverlagingen geen effect hebben. Dit lijkt momenteel het geval in Japan. Een ander voorbeeld is de conjuncturele fase: als de richting van het monetaire beleid mede wordt bepaald door de stand van de conjunctuur - hetgeen voor de hand ligt - zou een verklaring van de asymmetrie dus kunnen zijn dat monetair beleid alleen werkt in een conjuncturele neergang. Een mogelijk belangrijke factor hierbij is dat het hierboven beschreven effect via de kredietverlening wellicht sterker is in een recessie, als veel bedrijven moeten aankloppen bij de bank. Bovendien zou het best zo kunnen zijn dat de transmissie van het monetaire beleid aan verandering onderhevig is. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de toegenomen concentratie. Financiële conglomeraten kunnen hun kredietverlening wellicht beter afschermen tegen een monetaire verkrapping.

Hoewel we er dus niet omheen kunnen dat asymmetrisch monetair beleid als 'stylized fact' is vastgesteld, lijkt meer onderzoek naar de onderliggende oorzaken geboden. De renteverlaging van afgelopen week is zeker niet bij voorbaat zinloos

1 J.P. Cover, Asymmetric effects of positive and negative money-supply shocks, *Quarterly Journal of Economics*, november 1992, blz.

1261-1282.

2 G. Karras, Are the output effects of monetary policy asymmetric? Evidence from a sample of European countries, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 1996, blz. 267-278.

Copyright © 1998 - 2003 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)