

Jaarverslag DNB

Duisenberg, een kundig acteur

De Nederlandsche Bank draagt een conservatieve visie uit. Tegen beter weten in?

Bij de presentatie van het jaarverslag van De Nederlandsche Bank op 28 april j.l. heeft Duisenberg forse kritiek geuit op het financieel economisch beleid van het derde kabinet-Lubbers. Met name over de recente ontwikkelingen van het financieringstekort en de staatsschuld maakt de president van De Nederlandsche Bank zich ernstig zorgen. Voor de toekomst acht Duisenberg een bezuiniging van 23 miljard gulden op de overheidsuitgaven noodzakelijk. Deze uitlatingen van Duisenberg vormen geen incident. Ook in 1990 pleitte Duisenberg al voor vergaande bezuinigingen op de overheidsuitgaven.

In dit artikel plaatsen wij de uitspraken van Duisenberg tegen de achtergrond van de speltheoretische literatuur op het gebied van monetair beleid.¹ Hierbij zijn wij niet geïnteresseerd in de vraag of de kritiek van Duisenberg op Kok terecht of onterecht is.² We zullen beargumenteren dat van de president van De Neder-

landsche Bank verwacht mag worden dat hij ageert tegen 'Koks tandje lager' ongeacht of Duisenberg hiermee een correcte weergave geeft van de wenselijkheid van het door hem gepropageerde beleid of hiermee zelfs zijn persoonlijke visie etaleert. Eén en ander impliceert wel dat de uitspraken van Duisenberg met een 'vaatje' zout moeten worden genomen.

Monetair beleid en reputatie

In de laatste tien jaar zijn er tal van studies gepubliceerd over monetaire politiek, die het belang benadrukken van een degelijke reputatie van monetaire autoriteiten.² Een gemeenschappelijk kenmerk van deze studies is dat beleidsmakers een neiging hebben om 'inflatieverrassingen' te creëren, die het gevolg zijn van het bestaan van nominale rigiditeiten. Als bij voorbeeld vakbonden en ondernemingen nominale looncontracten afsluiten dan dalen de reële lonen door

een inflatieverrassing, waardoor de vraag naar arbeid stijgt.

In dit voorbeeld is het motief voor inflatieverrassingen het vergroten van de werkgelegenheid. Een ander motief voor inflatiebeleid is dat inflatieverrassingen de reële rente-uitgaven verlagen, waardoor de financieringsbehoefte van de overheid wordt verkleind. In de twee bovengenoemde voorbeelden gaan inflatieverrassingen ten koste van de werknemers en de bezitters van staatsobligaties. Beide groepen zien hun reële inkomsten dalen. Om deze reden zullen deze groepen bij het afsluiten van de looncontracten en bij het aanschaffen van obligaties zo goed mogelijk proberen de inflatie te voorspellen. Hierbij zullen zij rekening houden met de neiging van de centrale bank om inflatie te creëren. Dus als de centrale bank een grote neiging tot infleren heeft, zullen er hoge nominale lonen en een hoog rendement op obligaties worden geëist. Simpele monetaire speltheoretische modellen suggereren dat de eisen van de private agenten precies zo hoog worden gesteld, dat de verwachte inflatie en de feitelijke inflatie aan elkaar gelijk zijn. Er is dan geen sprake van een inflatieverrassing en dus heeft de gecreëerde inflatie geen effect op de reële doelstellingen van de beleidsmaker. In het evenwicht bestaat er dus inflatie zonder dat deze de reële doelstellingen van de beleidsmaker beïnvloedt. Het is duidelijk dat deze economische uitkomsten voor de beleidsmaker frusturerend zijn. In principe preferereert de beleidsmaker een situatie waarin private agenten er van uit kunnen gaan dat hij geen expansief monetair beleid zal voeren en dat hij zich hier ook aan houdt. Echter, deze optie is niet geloofwaardig. Zodra bij voorbeeld de vakbonden lage nominale looneisen stellen, is het optimaal voor de centrale bank inflatie te genereren. In principe is de beleidsmaker het slachtoffer van zijn goede bedoelingen met betrekking tot bij voorbeeld de werkgelegenheid.

1. Zie hiervoor S. Van Wijnbergen, *NRC Handelsblad*, 3 mei 1994, F.W. Rutten, *Staatscourant*, 3 mei 1994 en F. Kalshoven, *de Volkskrant*, 7 mei 1994.

2. Voor een overzicht van deze literatuur zie A. Cukierman, *Central bank strategy, credibility and independence*, MIT Press, 1992.

De bovenstaande literatuur heeft een ommekeer gebracht in ons denken over monetair beleid. Was eerst de centrale vraag welk monetair beleid is optimaal gegeven de doelstellingen van de beleidsmaker en gegeven de economische situatie, nu is de vraag hoe we inflatie die geen invloed heeft op reële doelstellingen kunnen vermijden³. Om de laatste vraag te beantwoorden is het van belang te weten van welke factoren de neiging om inflatie te genereren afhankelijk is.

De eerste factor is het gewicht dat de beleidsmaker geeft aan het verwezenlijken van reële doelstellingen ten opzichte van het gewicht dat hij geeft aan prijsstabiliteit. Een inflatie-averse bankier heeft vanzelfsprekend weinig neiging om inflatie te creëren. Het is hierbij van belang dat private agenten geloven dat de bankier inflatie-avers is, ofwel dat de bankier reputatie als inflatiebestrijder heeft. Immers, pas dan zullen zij met vertrouwen relatief lage nominale rendementen of relatief lage nominale lonen eisen. Rogoff pleit er in dit verband voor om het monetaire beleid te delegeren aan een conservatieve, ofwel een inflatie-averse, bankier⁴. Door deze bankier onafhankelijkheid te geven kunnen private agenten er op vertrouwen dat er geen inflatie wordt genererd.

In de tweede plaats wordt de neiging tot inflatiebeleid beïnvloed door de waarden van reële doelvariabelen ten opzichte van hun 'gewenste' waarden. Bij voorbeeld onder volledige werkgelegenheid en bij afwezigheid van overheidsschuld hebben inflatieverrassingen weinig nut.

Ten slotte is de neiging tot het genereren van inflatie afhankelijk van de effecten van inflatieverrassingen op reële doelvariabelen. Hoe kleiner deze effecten zijn, hoe duurder het in termen van inflatie is om reële doelstellingen met behulp van monetair beleid te verwezenlijken⁵.

Het Nederlandse monetaire beleid

In Nederland hebben wij de laatste jaren dank zij een restrictief monetair beleid in vergelijking met andere landen een relatief lage inflatie gekend. Bovendien geniet De Nederlandsche Bank een degelijke reputatie. Niets wijst er op dat private agenten inflatieverrassingen verwachten. Tegen de

achtergrond van onze hoge staatschuld en hoge werkloosheid is dit een formidabele prestatie van De Nederlandsche Bank. Wellicht is Duisenberg de conservatieve bankier, waarvoor Rogoff pleitte. Dit betekent echter ook dat de uitspraken van Duisenberg over het overheidsbeleid moeten worden gezien tegen de achtergrond dat Duisenberg een conservatieve bankier is, die aan zijn reputatie moet denken. Om deze reden denken wij dat de uitspraak van Rutten in de Staatscourant: "Aan de kundigheid en de onpartijdigheid van De Nederlandsche Bank valt echter niet te twijfelen" onzin is. Immers Duisenberg lijkt de conservatieve bankier die zijn degelijke reputatie dient te handhaven en dus uit hoofde van zijn functie niet objectief zal oordelen over het kabinetsbeleid.

De recente uitspraken van Duisenberg sluiten nauw aan bij de bovengenoemde factoren die de neiging van centrale banken om inflatie te creëren bepalen. Natuurlijk dienen in de ogen van Duisenberg de staatschuld en de werkloosheid te worden teruggebracht. En natuurlijk laat Duisenberg terloops bij de presentatie van het jaarverslag vallen dat beide doelstellingen het best bereikt kunnen worden bij stabiele prijzen (zie de tweede en laatste factor uit de vorige paragraaf). Duisenberg maakt hiermee duidelijk dat private agenten ook in de toekomst niet hoeven te vrezen voor inflatieverrassingen.

Zeer recentelijk hebben wij in de context van een simpel monetair model het gedrag van een centrale bankier bestudeerd, waarin private agenten onzeker zijn over de perceptie van de bankier ten aanzien van de werking van de economie. In dit model streeft de bankier naar lage inflatie en hoge werkgelegenheid. Er bestaan twee modellen van de economie. In het eerste model hebben inflatieverrassingen geen effect op de werkgelegenheid en in het tweede model hebben inflatieverrassingen wel effect op de werkgelegenheid. In dit kader kan worden afgeleid dat als de bankier voldoende belang hecht aan zijn reputatie hij zijn beleid (en zijn uitspraken over de werking van de economie) zal baseren op het eerste model van de economie, ook al gelooft hij heilig in het tweede model van de economie. Met andere woorden, de centrale bank heeft er belang bij economische ontwikkelingen een-

zijdig te belichten. De intuïtie achter dit resultaat is eenvoudig. Een centrale bankier die gelooft dat inflatieverrassingen invloed hebben op de werkgelegenheid heeft er geen enkel belang bij om zijn visie te etaleren. Dit zal immers slechts tot gevolg hebben dat vakbonden rekening gaan houden met inflatieverrassingen, hetgeen leidt tot hogere nominale loonen.

Ons theoretisch model kan eenvoudig worden toegepast op Nederland. Duisenberg heeft een degelijke reputatie en heeft er alle belang bij deze te handhaven. Om deze reden conformeert hij zich terecht aan een conservatieve visie op de werking van de economie. Dit betekent echter geenszins dat Duisenberg de correcte visie of zelfs zijn persoonlijke visie verwoordt. Gegeven dat Duisenberg nog steeds lid schijnt te zijn van de PvdA lijkt het laatste zelfs onwaarschijnlijk. Immers, het voorstel van Duisenberg om 23 miljard gulden te bezuinigen op de overheidsuitgaven staat in schril contrast met het gewenste bezuiningsbedrag dat genoemd wordt in het PvdA-verkiezingsprogramma, en gaat ook verder dan de voorstellen van andere politieke partijen. Het verbaasde dan ook niemand dat slechts de VVD zich aansloot bij de voorstellen van De Nederlandsche Bank.

De kiezer heeft zich door de uitspraken van Duisenberg niet laten misleiden. In vergelijking met de opiniepeilingen die zijn gehouden voor de uitspraken van Duisenberg toonden de verkiezingsuitslagen geen plotselinge verschuiving naar rechts. Van Duisenberg worden extreme uitslatingen blijkbaar verwacht en zij worden (gelukkig) niet te serieus genomen.

Wilko Letterie en Otto Swank

De auteurs zijn werkzaam bij de vakgroep Macro-economische Politiek aan de Erasmus Universiteit Rotterdam

3. Zie T. Persson en G. Tabellini, *Macroeconomic policy, credibility and politics*, Harwood Academic Publishers, 1990.

4. K. Rogoff, The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target, *Quarterly Journal of Economics*, 1985, blz. 1169-1190.

5. Zie W.A. Letterie en O.H. Swank, *The implications of model uncertainty for monetary policy in the context of a Barro-Gordon model*, 1994.