



Een geldhoeveelheidsbeleid in de EMU?

Auteur(s):

Arnold, I.J.M.

*De auteur is verbonden aan de Universiteit Nijmegen. Hij bedankt Eduard Sprokholt voor zijn commentaar.***Verschenen in:**

ESB, 81e jaargang, nr. 4049, pagina 233, 13 maart 1996

Rubriek:**Trefwoord(en):**

eu, emu, monetaire, economie

Hoewel de twijfels over het doorgaan van de Economische en Monetaire Unie (EMU) nog lang niet zijn weggenomen, tekenen de contouren van het monetair beleid in de EMU zich steeds duidelijker af. In discussies hierover wordt meestal een onderscheid gemaakt tussen de volgende drie aspecten: de doelstelling van het monetair beleid, de strategie waarlangs de centrale bank deze doelstelling nastreeft en de instrumenten die zij gebruikt om haar strategie uit te voeren. Hoe het monetair beleid er in de EMU precies uit zal zien is nog onbekend. Het volgen van slechts één indicator, de geldhoeveelheid, lijkt echter geen goed idee.

In het Verdrag van Maastricht ligt de doelstelling (het bereiken en handhaven van prijsstabiliteit) vast verankerd in de statuten van de nog op te richten Europese Centrale Bank (ECB). Ook leeft er een consensus om de ECB een hoge mate van autonomie te verlenen, zodat zij haar doelstelling zonder politieke bemoeienis kan verwezenlijken. De statuten van de ECB zijn dan ook sterk geënt op die van de Duitse Bundesbank, één van de meest onafhankelijke centrale banken in de wereld¹. Een minpuntje is dat in het verdrag niet wordt vermeld hoe de definitie van prijsstabiliteit luidt. De voorbereidingen met betrekking tot de monetaire instrumenten zijn in een vergevorderd stadium. Het Europees Monetair Instituut (EMI), de voorloper van de ECB, heeft al uitgebreid gestudeerd op de onderlinge verschillen tussen Europese landen en zal dit jaar met eigen voorstellen komen. Naar verwachting zal ook het Europese monetaire instrumentarium op Duitse leest worden geschoeid².

De geringste vorderingen zijn tot nu toe gemaakt bij de invulling van de monetaire strategie. Het gaat daarbij over de vraag op welke monetaire variabelen de ECB let wanneer zij beslissingen neemt over de rentestand. De Nederlandsche Bank streeft bijvoorbeeld al jaren een vaste wisselkoers met de D-Mark na. Andere opties zijn het volgen van de kapitaalmarktrente, diverse krediet- en geldaggregaten, grondstoffenprijzen en de goudprijs³. Elke keuze heeft zijn voors en zijn tegens; er zijn dan ook centrale banken, zoals de Federal Reserve Bank in de VS, die meerdere variabelen in ogenschouw nemen.

In het begin van de jaren tachtig hebben veel centrale banken onder invloed van het monetarisme geëxperimenteerd met een beleid gericht op het beheersen van de geldhoeveelheid. Stuk voor stuk zijn zij hierop teruggekomen, behalve de Bundesbank. Zij is nog één van de weinige centrale banken die geldhoeveelheidsdoelstellingen serieus neemt.

De Bundesbank heeft intussen een sterke voorkeur uitgesproken voor overneming van haar strategie door de ECB. Ook Nederlandse beleidsmakers hebben zich in die richting uitgelaten⁴. Voor het tegenwicht in dit debat zorgt de Bank of England, die graag ziet dat de ECB het Britse beleid overneemt. Dit bestaat uit het vaststellen van streefcijfers voor de inflatie en wordt daarom ook wel 'inflation targeting' genoemd. Het EMI heeft de zaak nog in studie en houdt zich daarom op de vlakte, al is duidelijk dat het onder sterke druk staat om ook op dit punt de Duitsers hun zin te geven⁵. Dit artikel plaatst enige vraagtekens bij de Duits-Nederlandse voorkeur voor een geldhoeveelheidsbeleid bij aanvang van de EMU.

Voorwaarden voor een succesvol geldhoeveelheidsbeleid

Of de geldhoeveelheid een betrouwbaar kompas voor het monetair beleid is hangt af van een aantal voorwaarden. In de eerste plaats moet de geldhoeveelheid goed meetbaar zijn. Dit is helaas niet vanzelfsprekend in Europa. Hoewel erg veel energie is gestoken in het harmoniseren van nationale definities, kunnen verschillen in instituties, spaar- en betaalgedrag er toch nog toe leiden dat op papier identieke geldhoeveelheidsdefinities op verschillende wijze worden gebruikt in de lidstaten van de EMU.

Een tweede voorwaarde is de beheersbaarheid: de ECB zal eventuele afwijkingen in het gewenste verloop van het Europees geldaggregaat tijdig moeten kunnen bijsturen. Dit hoeft geen probleem te vormen als de Europese geldmarkt volledig wordt geïntegreerd en de ECB de beschikking krijgt over een compleet monetair instrumentarium.

Meetbaarheid en beheersbaarheid zijn niet genoeg. Een laatste noodzakelijke voorwaarde voor een geldhoeveelheidsbeleid is een stabiele vraag naar geld, ofwel een stabiele omloopsnelheid⁶. De 'kwantiteitstheorie' biedt de theoretische achtergrond:

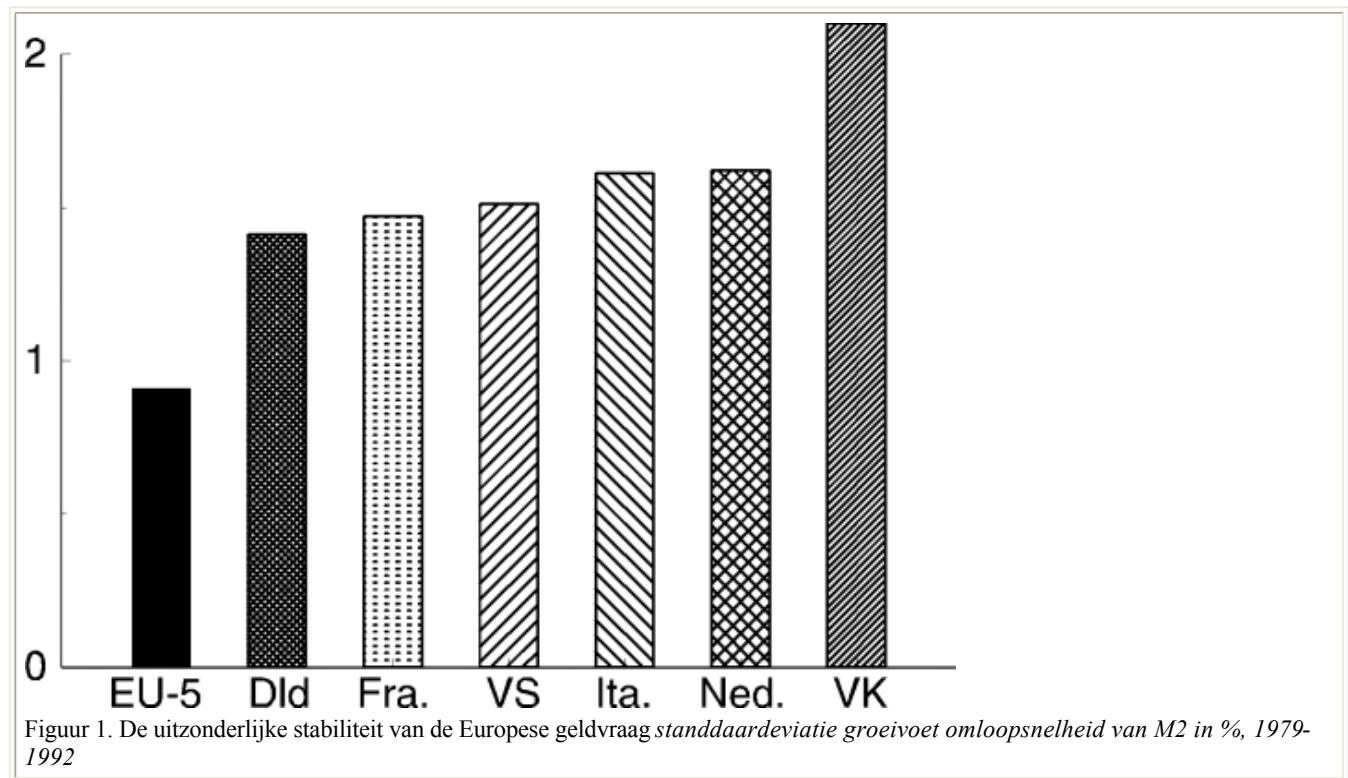
$$(1) M \times V = P \times Y$$

De geldhoeveelheid (M) maal de omloopsnelheid (V) is gelijk aan het prijspeil (P) maal het reële inkomen (Y). In de hier gebruikte vorm is deze formule niet meer dan een definitie van V, de inkomensomloopsnelheid van geld. De formule wordt pas nuttig voor monetair beleid

als we er van uit mogen gaan dat V stabiel of tenminste voorspelbaar is. In dat geval is de groei van de geldhoeveelheid (M) een bruikbare gids voor het verloop van het nominaal nationaal inkomen ($P \times Y$).

De stabiliteit van de Europese geldvraag

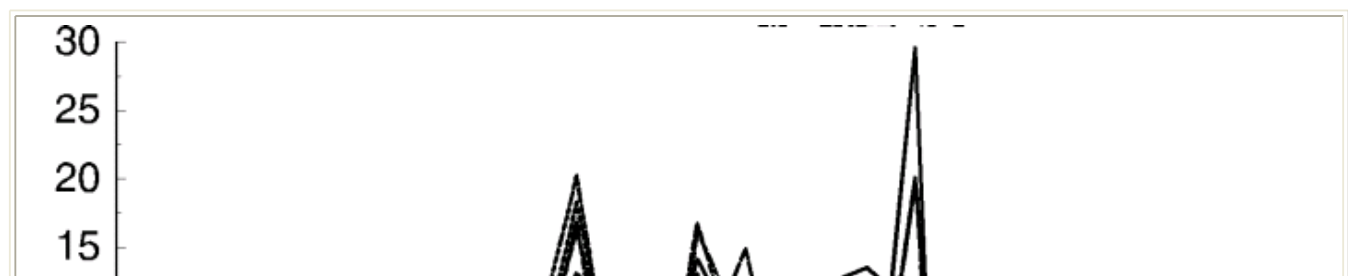
Hoewel de Eurobiljetten nog moeten worden ontworpen, zijn er toch al een groot aantal econometrische studies verricht naar de stabiliteit van de Europese geldvraag ⁷. Voor dit doel worden de nationale geldhoeveelheden omgerekend in dezelfde valuta en daarna bij elkaar opgeteld ⁸. Uit al deze studies blijkt dat de vraag naar geld in het gebied van de Europese Unie een uitzonderlijk hoge mate van stabiliteit vertoont. Deze consensus wordt in [figuur 1](#) nog eens geïllustreerd aan de hand van een eenvoudige maatstaf voor de stabiliteit van de geldvraag: de standaarddeviatie van de groei van de omloopsnelheid van het geld. Gedurende de periode 1979-1992 was deze maatstaf voor de gecombineerde geldhoeveelheid in Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland en het VK meer dan 30% lager dan voor de nationale geldhoeveelheden in deze landen. Ook ten opzichte van de Verenigde Staten, een gebied vergelijkbaar in omvang met de Europese Unie, is de standaarddeviatie van de Europese omloopsnelheid erg laag.

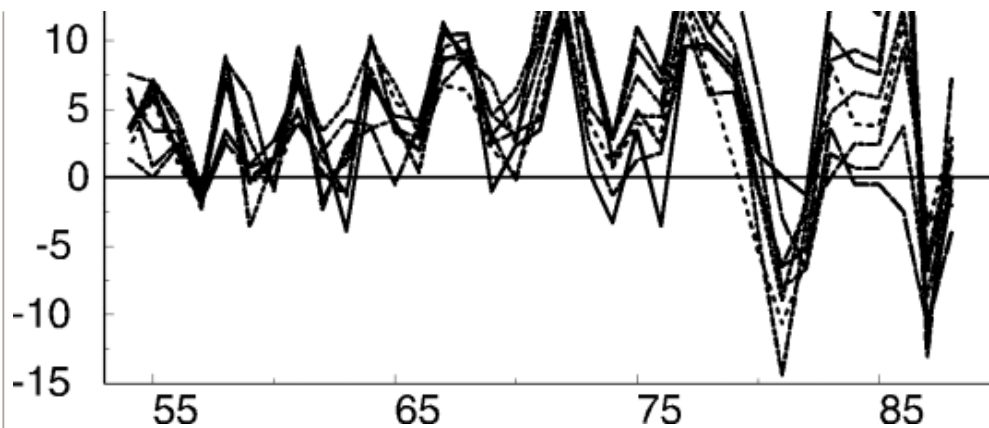


Na het teleurstellend verloop van de geldvraag in de Angelsaksische landen gedurende de jaren tachtig en de problemen met de stabiliteit van de Duitse geldvraag na de hereniging in 1990, lijkt de onomstreden stabiliteit van de Europese geldvraag de reddende engel voor het monetarisme. Het is echter prematuur om op basis van dit resultaat de ECB een geldhoeveelheidsbeleid aan te bevelen. De 'Lucas kritiek' ligt immers op de loer: economische gedragsrelaties kunnen veranderen onder invloed van wijzigingen in beleid of instituties. De monetaire variant hierop, genoemd naar de Britse hoogleraar Charles Goodhart, leert dat veranderingen in het monetair beleid en in monetaire en financiële instituties een sterke invloed kunnen hebben op de geldvraag. Wat dat betreft heeft de EMU heel wat in petto: het monetair beleid wordt gecentraliseerd, de Europese geldmarkten worden geïntegreerd en het ligt voor dat hand dat de regelgeving voor de financiële sector verder wordt geharmoniseerd. Een sterkere synchronisatie van de conjunctuurcyclus in de lidstaten van de EMU kan evenmin worden uitgesloten, voor zover de conjunctuurcyclus een monetaire oorzaak heeft. Dit kan er toe leiden dat verstoringen die nu nog op nationaal niveau, onafhankelijk van elkaar, plaatsvinden, straks tegelijkertijd zullen optreden. De huidige stabiliteit van de Europese omloopsnelheid is te danken aan het gebrek aan samenhang tussen nationale verstoringen, waar de EMU verandering in zal brengen. De stabiliteit van de Europese omloopsnelheid kan niet geëxtrapoleerd worden naar fase 3 van de EMU.

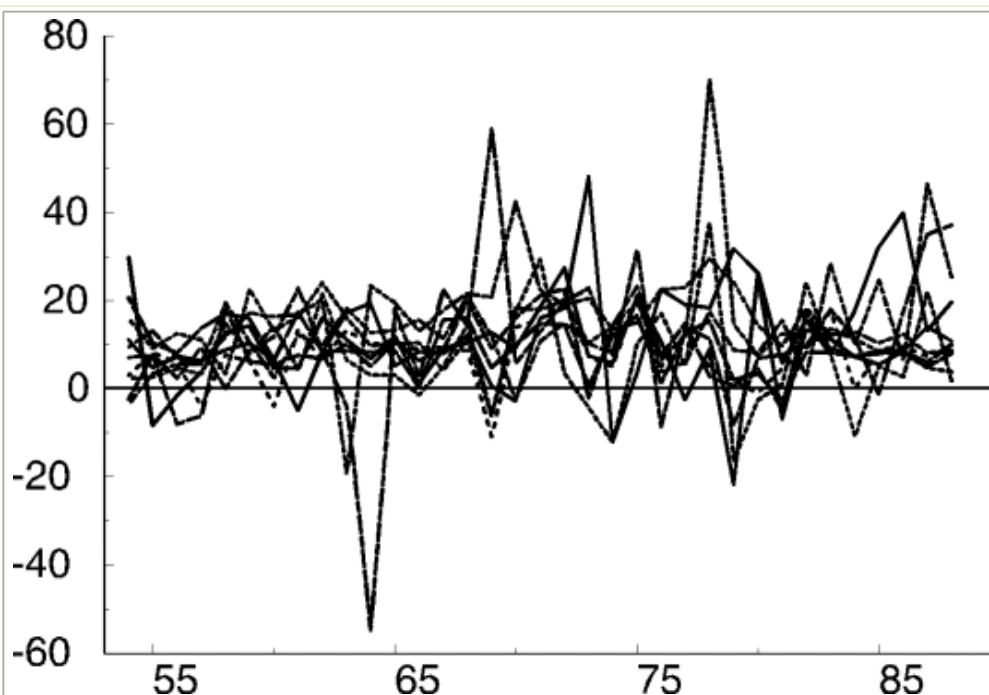
Lessen uit de Verenigde Staten

Ervaringen uit de Verenigde Staten kunnen ons leren hoe de geldvraag zich binnen een muntunie gedraagt. Het is vooral verhelderend om regionale ontwikkelingen van de geldhoeveelheid in de Verenigde Staten te vergelijken met nationale ontwikkelingen in Europa. Dit kan met behulp van [figuur 2](#) en [figuur 3](#), die het verloop tonen van de jaarlijkse groei in deposito's in respectievelijk 8 regio's van de Verenigde Staten en 10 Europese landen ⁹. Er is een opvallend verschil tussen de Verenigde Staten en Europa: de groei van de deposito's is zeer sterk gecorreleerd tussen regio's in de Verenigde Staten, maar helemaal niet tussen de Europese landen ¹⁰.





Figuur 2. Depositogroei in 8 Amerikaanse regio's; New England, Great Lakes, Plains, South-west RockyMountains, Far-west, South-east en Mid-east;



Figuur 3. Depositogroei in 10 Europese landen; Oostenrijk, België, Denemarken, Denemarken, Frankrijk, Duitsland, Italië, Luxemburg, Nederland, Zwitserland, Portugal en Spanje.

Een mogelijke verklaring voor de zeer sterke samenhang tussen de Amerikaanse depositogroei cijfers is de invloed van de conjunctuur. Om dit te onderzoeken is voor alle acht regio's de volgende geldvraagvergelijking geschat:

$$(2) \text{DEP}_i = a + b \text{INC}_i + c R + e_i$$

Inkomen en rente zijn de gebruikelijke verklarende variabelen in een geldvraagfunctie. In vergelijking (2) staat DEP_i voor de reële depositogroei in regio i , INC_i voor de reële groei van het beschikbaar inkomen in regio i en R voor de verandering in de Amerikaanse korte rente; e_i is het residu voor regio i . Bij de schatting is gebruik gemaakt van de techniek van de 'seemingly unrelated regression', waardoor rechtstreeks de onderlinge correlaties tussen de residuen van de acht regionale geldvraagfuncties worden berekend. Tabellen 1 en 2 bevatten de uitkomsten. Uit [tabel 1](#) blijkt dat het reële inkomen en de rente tussen de 20% en 60% van de variabiliteit in de reële depositogroei kunnen verklaren.

Tabel 1. Regionale geldvraagfuncties in de VS

$$\text{DEP}_i = a + b \text{INC}_i + c R + e_i$$

Regio	b	t_b	c	t_c	R^2
New England	1,09	4,60	-1,53	2,71	0,33
Far West	1,00	5,12	-1,64	2,97	0,32
Great Lakes	1,16	11,22	-1,65	4,23	0,60
Mid East	1,30	8,00	-1,33	2,82	0,43
Plains	0,56	3,78	-1,05	2,03	0,22
Rocky Mtns	0,64	4,69	-0,90	1,70	0,19
South East	0,91	6,66	-1,22	2,62	0,35
South West	1,15	4,98	-0,91	1,92	0,29

De correlatiecoëfficiënten in [tabel 2](#) laten een sterke samenhang tussen de residuen van de regionale geldvraagfuncties zien. De groeicijfers van de deposito's blijven dus sterk gecorreleerd tussen regio's, ook als de invloed van het inkomen en de rente wordt geëlimineerd. Nationale regulering met betrekking tot bankdeposito's kan een deel van deze resterende samenhang verklaren. Zo wordt de sterke stijging van de Amerikaanse depositogroei aan het begin van de jaren tachtig vaak toegeschreven aan het toestaan van rentedragende deposito's door de Amerikaanse overheid, waardoor het aanhouden van deposito's weer aantrekkelijker werd.

Tabel 2. Correlaties tussen geldvraagresiduen in de VS

Regio	NE	FW	GL	ME	PL	RM	SE	SW
New England	1,00	0,79	0,70	0,91	0,55	0,56	0,68	0,49
Far West		1,00	0,81	0,87	0,70	0,83	0,84	0,69
Great Lakes			1,00	0,87	0,81	0,82	0,83	0,74
Mid East				1,00	0,71	0,72	0,80	0,65
Plains					1,00	0,86	0,92	0,71
Rocky Mountains						1,00	0,89	0,88
South East							1,00	0,72
South West								1,00

Het lijkt er sterk op dat de uitzonderlijke stabiliteit van de Europese geldhoeveelheid wordt veroorzaakt door het mengen van verschillende nationale institutionele verschillen op monetair gebied. Dit is een zuiver statistisch effect dat vervalt zodra een Europese muntunie leidt tot harmonisatie en centralisatie van het monetair beleid en zodra institutionele veranderingen zorgen voor een gelijktijdige doorwerking van monetaire beslissingen in de gehele Europese Unie, zoals het geval is in de Verenigde Staten. Econometrische studies gebaseerd op waarnemingsmateriaal uit het verleden houden geen rekening met dit effect en overschatten daarom de stabiliteit van de geldvraag in de EMU. De les hieruit is dat de ECB bij aanvang van de EMU niet mag vertrouwen op een stabiele geldvraag [11](#).

Reputatie-effecten

Ook de Bundesbank is zich bewust van de onzekerheid met betrekking tot de geldvraag bij aanvang van de EMU. Niet voor niets schrijft zij in haar jaarverslag dat zij heeft kunnen vasthouden aan haar geldhoeveelheidsbeleid juist vanwege de continuïteit in de institutionele omgeving en de stabiliteit van financiële relaties in Duitsland [12](#). De 'chief economist' van de Bundesbank, Otmar Issing, geeft dan ook een heel andere reden om te kiezen voor een geldhoeveelheidsbeleid in de EMU [13](#). Volgens hem vergroot dit de geloofwaardigheid van de ECB in de financiële markten; door de 'gereedschapskist' van de Bundesbank over te nemen zou de ECB automatisch een deel van haar anti-inflatie reputatie kunnen erven.

Dit is zeer de vraag. In de twintig jaar dat de Bundesbank een geldhoeveelheidsbeleid heeft toegepast heeft zij tien keer haar doelstelling gemist. Desondanks is haar reputatie grotendeels intact gebleven. Erger nog, na de Duitse eenwording heeft zij van de vijf keren haar doelstelling slechts éénmaal bereikt, in 1994, en toen was het maar kantje boord. Na de hereniging had de Bundesbank moeite om de vraag naar geld in te schatten, mede vanwege onzekerheid over de economische groei in Oost-Duitsland [14](#). Deze ervaring moet de Bundesbank hebben geleerd hoe moeilijk het voeren van een geldhoeveelheidsbeleid is vlak na het voltooiën van een muntunie.

Het lijkt er eerder op dat de Bundesbank geloofwaardigheid verleent aan het geldhoeveelheidsbeleid dan andersom. De heeft te maken met de reputatie van de Bundesbank. De ECB is echter een nieuwe instelling zonder reputatie. Een geldhoeveelheidsbeleid bij aanvang van de EMU is daarom risicovol: beginnen met een aantal missers zal het opbouwen van een reputatie vertragen en grote schade kunnen toebrengen. Beleggers in de financiële markten zullen in dat geval de risicopremie op het aanhouden van obligaties in Euro's verhogen. De Bundesbank kan het zich veroorloven regelmatig geldhoeveelheidsdoelstellingen te missen, de ECB (nog) niet.

Politieke argumenten

Wat overblijft zijn een tweetal serieus te nemen politieke argumenten voor een geldhoeveelheidsbeleid. In de eerste plaats zullen Duitse politici aanvoeren dat het Duitse publiek een ECB alleen accepteert als deze zoveel mogelijk lijkt op de Bundesbank. Deze redenering lijkt zeker plausibel waar het gaat om de doelstelling en de onafhankelijkheid van de ECB, maar minder voor de monetaire strategie. Deze staat toch te ver van het bed van de doorsnee-Duitser om een rol van betekenis te spelen bij de publieke acceptatie. Het tweede argument luidt dat geldhoeveelheidsdoelstellingen de ECB beschermen tegen politieke druk voor een ruimer monetair beleid. Het nadeel van het volgen van meerdere indicatoren is immers dat politici in hun overleg met de ECB die indicatoren zullen gebruiken die hun op dat moment het beste uitkomen [15](#). Deze redenering gaat er van uit dat de bestuurders van de ECB onvoldoende ruggegraat hebben om politieke druk te weerstaan. Als dat een juiste inschatting is, is het misschien überhaupt geen goed idee om ons monetair beleid aan zo'n instantie toe te vertrouwen.

Conclusies

De huidige stabiliteit van Europese geldaggregaten is misleidend. Daarnaast is het twijfelachtig of de geloofwaardigheid van de ECB afhangt van doelstellingen voor de geldhoeveelheid. De economische argumenten voor een geldhoeveelheidsbeleid bij aanvang van de EMU zijn dan ook uitermate zwak. Ook de politieke argumenten voor een geldhoeveelheidsbeleid overtuigen niet.

De Europese muntunie houdt een overdracht van monetaire soevereiniteit aan een Europese instelling in. Deze zal zichzelf moeten bewijzen, net zoals de Bundesbank dat na de Tweede Wereldoorlog heeft gedaan. Uiteindelijk zal de ECB beoordeeld worden op het bereiken van een lage inflatie. Het ligt voor de hand dat de ECB in een overgangsfase alle voorhanden informatie zal gebruiken om dat doel te bereiken. Het beperken van de monetaire strategie tot het volgen van slechts één indicator, de geldhoeveelheid, is niet verstandig. De ECB is er dan ook niet bij gebaat als zij een economisch aanvechtbaar geldhoeveelheidsbeleid krijgt opgedrongen. Als

sommige lidstaten van de Europese Unie, zoals Nederland en Duitsland, vrezen dat op papier vastgelegde beleidsdoelstellingen van de Europese Centrale Bank in de praktijk geschonden zullen worden vanwege politieke druk, dan verdienen institutionele oplossingen de voorkeur. Een aantal suggesties is onlangs gedaan door Paul de Grauwe: het invoeren van een ontslagprocedure voor het bestuur van de ECB als dit er niet in slaagt om prijsstabiliteit te bereiken en het onthouden van stenrecht in de ECB aan landen met een te hoge staatsschuld ¹⁶. Deze institutionele verbeteringen kunnen meer bijdragen aan een goede start van de ECB dan een voorbarig geldhoeveelheidsbeleid. Als na verloop van jaren zou blijken dat er in de EMU een stabiele relatie tussen geld en nationaal inkomen bestaat, kan de ECB alsnog overschakelen op geldhoeveelheidsdoelstellingen

1 Zie J. de Haan en S.C.W. Eijffinger, *De politieke economie van centrale bank onafhankelijkheid*, Rotterdamse Monetaire Studies, 13e jaargang nr. 2, 1994, voor rangschikkingen van landen naar centrale bank onafhankelijkheid.

2 Zie M.M.E. van Gils, Monetair beleid in de EMU, *ESB*, 13 december 1995, voor een uitgebreide vergelijking van het Nederlandse, Duitse en mogelijke Europese monetaire beleidsinstrumentarium.

3 Zie Federal Reserve Bank of New York, *Intermediate targets and indicators for monetary policy: a critical survey*, 1990, voor een uitvoerig overzicht.

4 Zie J.A.H. de Beaufort Wijnholds en L.H. Hoogduin, Central bank autonomy: policy issues, in: J.A.H. de Beaufort Wijnholds e.a., *A framework for monetary stability*, Kluwer Academic Publishers, 1994.

5 Zie EMI, *Annual report*, 1995, en European Monetary Institute, *Progress towards convergence*, 1995.

6 De termen 'omloopsnelheid' en 'geldvraag' worden in het navolgende door elkaar gebruikt.

7 De baanbrekende studie is J.J.M. Kremers en T. Lane, Economic and monetary integration and the aggregate demand for money in the EMS, *IMF Staff Papers*, vol. 37, nr. 4, 1990. Zie verder A. van Riet, Studies of EC money demand: survey and assessment, *Quarterly Bulletin De Nederlandsche Bank*, nr. 3, 1992, voor een overzichtsartikel.

8 Dit is verre van triviaal. Er zijn verschillende manieren om de niveaus van geldhoeveelheden om te rekenen, zoals met behulp van lopende wisselkoersen, koopkrachtpariteitswisselkoersen en wisselkoersen uit een vast basisjaar. In veel gevallen is het verstandiger om in eerste verschillen te werken en de groei van het Europese geldaggregaat te berekenen als een gewogen gemiddelde van de groeivoeten van de nationale geldaggregaten.

9 Deze vergelijking moet zich beperken tot deposito's. Het houderschap van Amerikaans chartaal geld is immers onbekend. De regionale cijfers voor de Verenigde Staten zijn verzameld door Andrew Atkeson en Rachel van Elkan.

10 Voor de acht Amerikaanse regio's zijn alle correlatiecoëfficiënten positief: ze liggen rond de 0,80. Voor de tien Europese landen zijn 16 correlatiecoëfficiënten negatief en 29 positief. Bovendien liggen 37 van de 45 Europese correlatiecoëfficiënten tussen de -0,30 en +0,30.

11 Dit is ook de mening van P. de Grauwe in H. Alders, C.G. Koedijk, C.J.M. Kool, C. Winder, *Monetary policy in a converging Europe*, Kluwer Academic Publishers, 1996.

12 Zie Bundesbank, *Annual report*, 1995, blz. 75.

13 Zie O. Issing, *Monetary policy strategy in the EMU*, in: J.A.H. de Beaufort Wijnholds, S.C.W. Eijffinger en L.H. Hoogduin, *A framework for monetary stability*, Kluwer Academic Publishers, 1994.

14 Daarnaast waren er andere factoren, zoals de invloed van de omgekeerde termijnstructuur op de groei van spaardeposito's.

15 Zie Bakker in Alders, C.G. Koedijk, C.J.M. Kool, Winder, *op. cit.*, blz. 139.

16 *The Economist*, From here to EMU, 5 augustus 1995.