



Fed-watching

Auteur(s):

Bergeijk, P.A.G. van

*De auteur is werkzaam bij De Nederlandsche Bank.***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4123, pagina 763, 8 oktober 1997

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

Fed-watching

Auteur(s)

Bergeijk, P.A.G. van

*De auteur is werkzaam bij De Nederlandsche Bank.***Uitgave**

ESB

Verschenen in

971008

82

4123

763

Rubriek

Uit de vakliteratuur

Trefwoord

Monetaire economie; Uit de vakliteratuur

Persoonlijke voorkeuren en individuele opvattingen spelen in ieder beleidsproces een rol. Maar kunnen dergelijke parameters met behulp van een empirisch onderzoek worden geïdentificeerd? Met andere woorden, zijn zulke subjectieve elementen ook meetbaar van invloed op het beleid? In een recent artikel laten Chappell e.a. zien dat dit het geval is voor de besluitvorming in het Federal Open Market Committee (FOMC), het orgaan dat beslist over monetaire politiek in de Verenigde Staten¹.

Als basis van het onderzoek dient het stenografisch verslag van de FOMC-vergaderingen. Voorafgaand aan de formele stemming over een rentevoorstel vindt een discussie plaats over de algemene economische toestand en (de gewenste richting van) het monetaire beleid. Chappell e.a. onderzoeken 76 bijeenkomsten van de FOMC in de periode 1970 tot en met 1976 en zijn in staat om 804 individuele uitspraken te identificeren (hierbij blijft de voorzitter buiten beschouwing). Vervolgens worden deze 'stemverklaringen' gecodeerd als dissidenten (echte tegenstemmers), comitéleden met een voorkeur voor een ander monetair beleid (maar die niet tegen stemmen) en comitéleden die geheel instemmen met het beleid ([tabel 1](#)).

Tabel 1. Individuele stemverklaringen, zoals uitgebracht in het FOMC (1970-1976)

Soort 'stemverklaring'	aantal	%
Dissidenten voor ruimer monetair beleid	17	2,1

Preferentie voor ruimer monetair beleid	194	24,1
Volledige instemming	346	43,0
Preferentie voor krappere beleid	217	27,0
Dissidenten voor krappere monetair beleid	30	3,8
Totaal	804	100

Chappell e.a. hebben zich erg veel moeite getroost om er voor te zorgen dat de codering van de interventies van de FOMC-leden zo objectief en consistent mogelijk is gebeurd; het is immers ook moeilijk om de veelal verbale subtiliteiten van dergelijke verklaringen te herleiden tot een objectief en ondubbelzinnig gegevensbestand. De auteurs hebben getracht dit te ondervangen door middel van een systeem waarbij door diverse onderzoekers onafhankelijke coderingen worden samengesteld (uiteindelijk zijn van de 804 waarnemingen er slechts 51 niet volkomen ondubbelzinnig).

Om de reactiefuncties van individuele FOMC-leden te kunnen schatten veronderstellen Chappell e.a. dat de waarneembare korte rentevoet na een FOMC-meeting gelijk is aan het gewogen gemiddelde van de (niet direct waarneembare) preferenties van de FOMC-leden. Deze korte rentevoet verklaren zij uit macro-economische variabelen voor de gehele VS (zoals geldgroei, industriële productie, werkloosheid en inflatie) en specifieke dummyvariabelen voor de dertig individuele FOMC-leden waarbij wordt aangenomen dat verschillen in onderliggende beleidspreferenties leiden tot afwijkende stemverklaringen (hierbij is de premisse dat de stemverklaringen de preferenties ook echt weerspiegelen).

Het onderzoek bevestigt empirisch de indruk dat het FOMC een anti-cyclisch beleid voert ('leaning against the wind', waarbij de monetaire autoriteiten reageren op onderliggende veranderingen in de inflatoire druk). Tegelijkertijd tonen Chappell e.a. een betekenisvolle diversiteit van de beleidspreferentie aan die groter is dan de frequentie van dissidente stemverklaringen in [tabel 1](#) suggereert. De extremen worden gevormd door Governor Jeffrey Backer (ruim monetair beleid) en president Alfred Hayes van de New Yorkse federal reserve board (krap monetair beleid) die afhankelijk van de gekozen specificatie van de reactiefunctie bij gegeven economische omstandigheden gemiddeld 1,2 tot 2,4 procentpunt verschillen in hun visie op de gewenste rentestand.

De onderzoekers gaan ook na of hun inspanning een beter inzicht oplevert dan het gebruik van de uiteindelijke stemming (daarbij gaat het dus louter om de dissidente stemverklaringen). Hierbij blijkt dat het stenografische verslag inderdaad een betere indicatie geeft van de preferenties van beleidsmakers dan de stemming doet vermoeden. Dus niet iedereen gaf met zijn stem ook zijn echte preferentie bloot.

Het onderzoek van Chappell e.a. is niet alleen van methodologisch belang (waar het de mogelijkheden verkent gebruik te maken van notulen van beleidmakende instituten) maar ook van praktisch belang voor de monetaire politiek in de euro-zone. Daar waar verschillende preferenties te verwachten zijn, zou een te eclecticische monetaire strategie aanleiding kunnen geven tot aanzienlijke meningsverschillen in de ECB-raad met als gevaar een politisering van het Europese rentebeleid. Hier is de oplossing een heldere en transparante benadering.

Kortom, voor de handhaving van prijsstabiliteit is het niet alleen essentieel om een onafhankelijke centrale bank te hebben met een duidelijk anti-inflatiemandaat. Ten minste zo belangrijk is dat centrale bankbestuurders de juiste preferenties hebben

1 H.W. Chappell, T.M. Havrilesky en R.R. McGregor, Monetary policy preferences of individual FOMC-members: a content analysis of the memoranda of discussion, *Review of Economics and Statistics*, 1997, blz. 454-460.