



Het Amerikaanse stelsel van centrale banken

Auteur(s):

Fase, M.M.G.

De auteur is emeritus hoogleraar monetaire economie aan de UvA en voormalig onderdirecteur en hoofd wetenschappelijk onderzoek van de Nederlandsche Bank. mmg.fase@wxs.nl

Verschenen in:

ESB, 89e jaargang, nr. 4435, pagina 278, 11 juni 2004

Rubriek:

Boekbespreking

Trefwoord(en):

A.H. Meltzer (2003) A History of the Federal Reserve, Volume I: 1913-1951, met een ten geleide van Alan Greenspan. University of Chicago Press, Chicago. ISBN 0 226 51999 6, pp. xiii+800, \$ 75,00

Dit is een prachtig boek dat de geschiedenis verhaalt van de Fed, het Amerikaanse stelsel van centrale banken, gedurende de eerste 37 jaar van zijn bestaan. Het is ook een boeiend geschreven verhaal, dat ten volle recht doet aan een periode die in tal van opzichten historisch genoemd mag worden. Bijzonder zijn Meltzers behandelingswijze, zijn oog voor detail, de aandacht voor de politieke werkelijkheid van die tijd in de vs en zijn poging de monetaire geschiedschrijving te verbinden met een monetair theoretische visie. Meltzers monetaristische invalshoek, waarvan de kwantiteitstheorie en door relatieve prijsveranderingen op gang gebrachte substitutieprocessen de kern vormen, is onmiskenbaar het geestesmerk van deze monografie.

Dit alles levert een schitterend tijdsbeeld op van het monetaire beleid en denken in de vs gedurende bijna vier decennia, alsook een spannend verhaal over het samenspel tussen centrale bank en Federale overheid, met de minister van Financiën in het bijzonder.

De hoofdrolspelers zijn naast de beide Amerikaanse monetaire autoriteiten een aantal met naam genoemde personen die een onuitwisbare stempel hebben gedrukt op de wording van het stelsel. De meest opvallende personen in dit proces zijn Benjamin Strong, president van de Fed van New York van 1913 tot 1928, de presidenten Roosevelt en Truman met hun ministers van Financiën van wie Henry Morgenthau en nadien Carl Snyder een dominante rol speelden, alsmede een aantal invloedrijke leden van Senaat of Congres, zoals de senatoren Carter Glass en Paul Douglas en congreslid James A. Strong (geen familie!). Ook het lange en behoedzame bewind van Marriner Eccles, die vanaf 1935 veertien jaar chairman was en nadien tot 1951 ondervoorzitter van de Board of Governors, was richtinggevend. Meltzer geeft boeiende portretten van hen. Hierdoor scheidt hij een levensecht beeld van de wording van de Amerikaanse centrale bank met onbeschaamde belangenstrijd en persoonlijke tegenstellingen vol verholde animositeit. Dit vormt een verrassende sfeerbepaling.

Real bills doctrine

Op 23 december 1913 kreeg na een lange politieke strijd de *Federal Reserve Act* kracht van wet met in eerste aanleg een mandaat van twintig jaar. Dit gaf de Verenigde Staten een monetaire autoriteit, die opgezet was als een gedecentraliseerd stelsel van regionale centrale banken waarin private en publieke taken door elkaar liepen. Aanleiding tot oprichting was de ernstige economische recessie van 1907. Die ging gepaard met honderden bankdeconfitures als gevolg van uit de hand gelopen speculatieve kredietverlening en veroorzaakte een ongekeerde financiële instabiliteit. Leidraad bij de oprichting was de noodzaak van een soepele kredietfaciliteit voor en prudentieel toezicht op de banken. Het middel was de discontofaciliteit bij de regionale centrale banken en hun bevoegdheid op te treden als *lender of last resort*. Dit was geheel naar het voorbeeld van de Bank of England.

De decentrale opzet was de uitkomst van een politiek compromis dat het centrum geen macht wilde toekennen en de autonomie van de regio's slechts gedeeltelijk respecteerde. Resultaat was een hybride monetaire autoriteit met onduidelijke bevoegdheden waarbij regionale belangen konden prevaleren boven de noodzaak van een nationaal monetair beleid. Belangrijk was de bepaling dat de kredietverlening door het stelsel uitsluitend zou geschieden via het disconteren van handelspapier of *real bills*. Dit gaat als volgt. Kortlopend handelspapier als wissels of promessen van goede kwaliteit wordt door een bank aangeboden aan een centrale bank. Die verschaft de aanbieder geld, in die tijd meestal contanten, tot de waarde van het papier onder aftrek van rente. In feite is dit kredietverlening met rentebetaling vooraf door de centrale bank en mitsdien geldschepping. Dit moest speculatieve leenactiviteit voorkomen en de kredietverlening afstemmen op de financiële behoeften van het zakenleven. Deze zouden samenvallen met de financieringsbehoefte voor voorraadvorming en onderhanden werk. De aflossing van de desbetreffende handelskredieten zou in deze gedachtegang vanzelf geschieden. Dit beginsel staat bekend als de *real bills*-doctrine. Deze monetaire beleidslijn werd gecombineerd met handhaving van het wettelijk voorgeschreven gouddekkingspercentage en toepassing van de spelregels van de gouden standaard.

Dit laatste was niet bijzonder maar de keuze voor de *real bills*-doctrine als beleidsbeginsel werd binnen het stelsel een aanhoudende bron van conflicten over disconto- en openmarktbeleid. Daarbij betreft het discontobeleid het vaststellen van de voorwaarden bij disconteren. Open marktbeleid is het op initiatief van de centrale bank aan- of verkopen van waardepapier voor of uit eigen portefeuille om de ruimte op de geldmarkt te beïnvloeden. Dit hing samen met het feit dat de meeste toenmalige beleidsvoerders zich er onvoldoende rekenschap van gaven dat kredietbeleid volgens deze doctrine passief en inflexibel is en daardoor gedoemd te mislukken, zodra sturing wenselijk wordt. Bovendien is er geen enkele garantie dat de totale kredietverlening niet los raakt van de oorspronkelijke reële transacties

in de lopende sfeer, wat werd beoogd.

Een van de weinigen die de ontoereikendheid van dat beginsel wel inzag was Benjamin Strong, hoofd van de Fed van New York, en volgens Meltzer vrijwel de enige betrokkene met een doordachte beleidsvisie. Hij, en niet de regering, behartigde toen ook de internationale monetaire beleidszaken voor Fed en vs zoals bij het herstel van de gouden standaard door Engeland midden jaren twintig. Reeds in 1924 bepleitte Benjamin Strong een beleid gericht op prijsstabilisatie. Met oog daarop was hij voorstander van een breder en kwantitatief georiënteerde kredietpolitiek, aangevuld met een openmarktpolitiek in obligaties en overheidspapier om de bankreserves, de marktrente en het kredietaanbod te beïnvloeden, waarvoor hij zelf op de Fed van New York praktische vuistregels heeft ontworpen, zoals de Riefler-Burgess-beleidsregel. Deze vuistregel legde een oorzakelijk verband tussen open markttransacties en het beroep op de Feds door het bankwezen in de zin dat openmarktaankopen resulteerden in aflossing van leningen door het bankwezen bij de Fed. Strong vond geen gehoor.

De beschrijving van deze tegenstellingen vormt een belangrijk onderdeel van de historiografie in dit boek en laat zien dat achter ogenschijnlijk monetair-technische meningsverschillen vaak persoonlijke antipathieën en felle machtsstrijd tussen New York en Washington schuilgaan. Dit alles verlamde de beleidskracht van het stelsel en bleek desastreus toen in 1929 de grote depressie uitbrak. Ontoereikend analytisch inzicht bij de betrokken centrale bankiers en het uitblijven van monetaire sturing door het stelsel, zo toont Meltzer overtuigend aan, verhevigden deze crisis en brachten de Fed in diskrediet. Maar er was nog meer.

Het beleid onderkende niet dat de forse prijsdeflatie bij de lage en stabiele nominale rentes van toen de reële rente opjoeg en bepaald geen teken was van monetaire ontspanning zoals men meende. Evenmin doorzagen de beleidsmakers dat deze hoge reële rente het oppotten van geld aanmoedigde en daarmee de vraaguitval. Terecht vermeldt Meltzer dat voor de grote depressie een scala van oorzaken valt aan te wijzen en dat de monetaire factor daarin slechts één zij het niet onbelangrijk onderdeel is. De grote stroom van bankfaillissementen maakte echter duidelijk het stelsel intellectueel noch institutioneel de kracht bezat doeltreffend op te treden om de depressie effectief te lijf te gaan.

De politiek, waar met de verkiezing van de democraat Roosevelt een nieuwe wind ging waaien, greep in en dat leidde tot nieuwe wetgeving en een fundamentele hervorming van het stelsel. Deze kreeg zijn beslag in 1935 en maakte de Board in Washington tot het beleidscentrum en de regionale Feds op hun best tot medebeslissers met die van New York tot uitvoerder. De hervormingsgezinde Eccles werd voorzitter en hij maakte de Fed dienstbaar aan de nationale welvaartspolitiek, in goed overleg met de landsregering van Roosevelt.

De merkwaardige beleidsparadox is dat de nieuwe centrale bankchef Eccles meer zag in begrotingsbeleid dan in monetaire politiek om de depressie te bedwingen. Hij steunde Roosevelts expansief begrotingsbeleid dan ook daadwerkelijk door een politiek van goedkoop geld en een behoudzaam discontobeleid gericht op schuldmanagement. De open markt werd het speelveld en de rente werd in feite gedictieerd en gefixeerd door de minister van financiën, een toestand die zou voortduren tot 1951. De Fed geraakte in feite in de beleidsachterhoede en verloor elke zeggenschap. Dit betekent niet dat Meltzer ongunstig oordeelt over Eccles, integendeel want deze voorzitter gaf leiding waardoor de Fed in potentie weer beleidsmacht verwierf. Alleen de bijzondere omstandigheden van de tijd met de devaluatie van de dollar jegens het goud, economische depressie en Tweede Wereldoorlog noodzaakten tot onderschikking van de monetaire politiek aan het beleid aan de regering. Deze voerde een kosten- en prijsbeheersingsbeleid dat voor monetair beleid geen vrijheidsgraden overliet. Pas in 1951 werd met het zogeheten akkoord tussen beide monetaire autoriteiten de rentefixatie versoepeld en de monetaire beleidsruimte aan de Fed teruggegeven. De daadwerkelijke benutting hiervan is het onderwerp van het thans in wording zijnde tweede deel van Meltzer, dat voor de Fed en de monetaire economie het tijdvak van een renaissance is. De totstandkoming van dit akkoord markeert dan ook een principiële ommekeer in het bestaan van het stelsel en rechtvaardigt Meltzers keuze om in 1951 dit deel te beëindigen.

Monetaristische benadering

Zoals gezegd heeft Meltzer een monumentaal boek geschreven. Het biedt een waardige aanvulling op de monetaire geschiedenis van de vs door Milton Friedman en Anna J. Schwartz uit 1963. Evenals dit duo, schrijft Meltzer zijn historische analyse vanuit een duidelijk monetaristisch perspectief, zij het dat hij dit theoretisch scherper articuleert dan Friedman en Schwartz destijds. Meltzers in samenspel met Karl Brunner gedurende vele decennia ontwikkeld en in publicaties verbreid, analytisch raamwerk is de monetaire economen uit de jaren zeventig vertrouwd. De dwingende grondslag daarvan is de kwantiteitstheorie van Irving Fisher die zoals bekend een rechtstreeks verband legt tussen geldhoeveelheid, omloopsnelheid en algemeen prijspeil bij volledige bezetting. De ironie is dat de Fed in het door Meltzer beschreven tijdvak die gedachte niet wenste te volgen als richtsnoer voor het monetaire beleid. De in tal van opzichten op de beleidstroepen vooruitlopende Benjamin Strong kon dat evenmin. Hoe aantrekkelijk de kwantiteitstheorie ook is als monetair denkinstrument, erkent moet worden dat zij niet onder alle omstandigheden actueel is. Een vraag die daarom gesteld mag worden, is of Meltzer soms niet wat te eenzijdig de nadruk legt op schommelingen in geldhoeveelheid en basisgeld als historische verklaring voor de depressies van de jaren dertig. Hier staat tegenover dat Meltzer ook aan institutionele details grote aandacht schenkt en nadrukkelijk stelt dat aan de grote depressie een veelvoud van oorzaken ten grondslag lijkt te liggen. Dat het monetaire beleid tekort schoot, staat echter buiten kijf.

Opmerkelijk is voorts dat volgens dit boek Irving Fisher met zijn kwantiteitstheoretische verklaring van het prijspeil en zijn onderscheid tussen nominale en reële rente zonder invloed op het beleid is gebleven. Meltzer zwijgt hierover en dat is enigszins bizar omdat Fisher destijds een vooraanstaand econoom was met een nationale bekendheid. Hij was echter soms ook excentriek en dat stoot af in beleidskringen, zeker bij een centrale bank.

Hoe dan ook, deze kleine kanttekening doet niets af aan mijn bewondering voor Meltzers grondig gedocumenteerde historische studie. Naar mijn oordeel is zij een goudmijn voor een ieder die is geïnteresseerd in monetaire theorie en beleid. De daarbij dikwijls optredende politieke machtsstrijd verlevendigt dat monetaire toneel en laat soms verrassende parallellen zien met het heden.¹

Martin Fase

Literatuur

Fase, M.M.G. (2000) Tussen Behoud en Vernieuwing: geschiedenis van de Nederlandsche Bank 1948-1973. Sdu Uitgevers, Den

Haag.

Fase, M.M.G. (2002) Van droom naar daad. Veertig jaar monetaire economie in vogelvlucht. Vossiuspers UvA, Amsterdam.

I Zie daarvoor bijvoorbeeld Fase (2000) alsook Fase (2002).

Copyright © 2004 Economisch Statistische Berichten (www.economie.nl)