



## Inflatiebestrijding, direct of indirect

**Auteur(s):**

Groeneveld, J.M.

Koedijk, C.G.

Kool, C.J.M.

J.M. Groeneveld is beleidsmedewerker bij de sectie Strategie van het Directoraat Toezicht van De Nederlandsche Bank; C.G. Koedijk en C.J.M. Kool zijn resp. hoogleraar Financiering en hoogleraar Geld-, Krediet- en Bankwezen bij de Universiteit Maastricht.

**Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4114, pagina 560, 16 juli 1997

**Rubriek:****Trefwoord(en):**

eu, emu, monetaire, economie

*De Europese Centrale Bank staat voor de vraag op welke wijze de inflatie te bestrijden. Een directe-inflatiestrategie waarbij de centrale bank zich committeert aan een concrete doelstelling heeft alleen in Nieuw-Zeeland effect gesorteerd. In andere voorbeelden van direct-inflatiebeleid, zoals Canada en het Verenigd Koninkrijk, blijken rente en inflatie hetzelfde patroon te volgen als in vergelijkbare buurlanden. De ECB zou daarom het beste het beleid van de Bundesbank kunnen overnemen, die langs indirecte weg zijn sporen heeft verdiend.*

**De EMU, euro en Europese Centrale Bank (ECB) staan voor de deur. De mate waarin de ECB erin zal slagen om de komende jaren een anti-inflatie reputatie op te bouwen die vergelijkbaar is met de reputatie van de huidige Duitse Bundesbank is van doorslaggevend belang voor het slagen van het Europese experiment. Bij het streven naar een lage inflatie of prijsstabiliteit hanteren centrale banken een indirecte of een directe strategie.**

Enerzijds heeft de ECB het voorbeeld van de Duitse Bundesbank waar intermediaire monetaire variabelen zoals de geldhoeveelheid, al meer dan twintig jaar met succes gebruikt worden bij de bestrijding van de inflatie. De Bundesbank bereikt prijsstabiliteit langs indirecte weg. Zonder een concrete inflatiedoelstelling te noemen wordt de prijsstabiliteit met behulp van intermediaire, monetaire variabelen nagestreefd. Anderzijds zijn in de afgelopen jaren achtereenvolgens Nieuw-Zeeland (april 1990), Canada (februari 1991), Israël (december 1991), het Verenigd Koninkrijk (oktober 1992), Zweden en Finland (begin 1993) overgestapt op een directe-inflatiestrategie. In Europa is de Bank of England het meest prominente voorbeeld. Bij de directe inflatiestrategie committeert de centrale bank zich expliciet aan het behalen van een inflatiedoelstelling. De intermediaire variabelen om het monetaire beleid te bepalen zijn gelijk, maar de einddoel wordt concreet vastgelegd. Aan deze strategiewijziging ligt overigens ook vaak het impliciete streven van monetaire autoriteiten ten grondslag hun reputatie op te vijzelen na jaren van relatief slechte inflatieprestaties.

In dit artikel willen wij nagaan of het expliciet formuleren van een inflatiedoelstelling effect heeft. We doen een poging het voorlopige succes van de directe-inflatiestrategie in Nieuw-Zeeland, Canada en het Verenigd Koninkrijk te evalueren. Het doel van een overstap op de inflatiestrategie in veel landen is hiermee de geloofwaardigheid van het streven naar lage inflatie door de monetaire beleidsmakers te vergroten. Als zij hierin succesvol zijn, kan een directe-inflatiestrategie (DIS) een relatief snelle - en pijnloze - daling van de inflatieverwachtingen en de feitelijke inflatie tot gevolg hebben met een daarmee corresponderende lagere nominale rente. We onderzoeken empirisch in hoeverre het inflatie- en renteproces in de genoemde landen een structuurbreuk vertoont als gevolg van de overstap op de directe-inflatiestrategie. Om rekening te houden met de mogelijkheid dat er sprake is van een structuurbreuk die geen verband houdt met de directe-inflatiestrategie, vergelijken we de inflatie- en rentepatronen in DIS-landen met die in naburige landen die niet zijn overgestapt. We vergelijken daartoe de ervaringen van het Verenigd Koninkrijk met Duitsland, van Canada met de Verenigde Staten en van Nieuw-Zeeland met Australië.

### Theorie

Recent hebben Lane, Griffiths and Prati een overzicht gegeven van een aantal theoretische en praktische aspecten van de directe-inflatiestrategie<sup>1</sup>. Bij de implementatie van een dergelijke beleidslijn onderscheiden zij drie belangrijke stappen. In de eerste plaats dient er een doelstelling voor de na te streven inflatie te zijn. In de tweede plaats zijn voorwaardelijke inflatie-voorspellingen (voorspellingen met behulp van de op dat moment aanwezige informatie) nodig en in derde plaats dienen er beleidslijnen te worden geformuleerd en uitgevoerd bij afwijkingen van de verwachtingen bij de doelstelling.

De formulering van een kwantitatieve inflatiedoelstelling heeft een aantal aspecten. In de eerste plaats dient er duidelijkheid te zijn over de prijsindex waarmee de inflatie wordt berekend. In het Verenigd Koninkrijk wordt de groothandelsprijsindex gebruikt, terwijl Canada en Nieuw-Zeeland op de consumentenprijsindex vertrouwen. De geselecteerde index dient veel gebruikt, goed begrepen, beschikbaar en zelden herzien te worden.

In de tweede plaats dient er een afweging te worden gemaakt met betrekking tot een bandbreedte rondom de inflatiedoelstelling. De genoemde landen gebruiken gewoonlijk een bandbreedte van 2 à 3% punten. Een nauwer gedefinieerde inflatiedoelstelling zou het risico met zich brengen dat de doelstelling door de monetaire autoriteiten niet gehaald kan worden als onverwachte schokken optreden. Het niet halen van de inflatiedoelstelling schaadt de geloofwaardigheid. Daarentegen zorgt een te ruime band niet voor stabiele

inflatieverwachtingen. Als gevolg hiervan is er bij de keuze van een optimale bandbreedte sprake van een afruil tussen flexibiliteit en geloofwaardigheid. Bovendien dient van tevoren te worden vastgesteld hoe en onder welke omstandigheden de monetaire autoriteiten een aanbodschok zullen accommoderen. In Nieuw-Zeeland en Canada bestaat een expliciete procedure om de inflatiedoelstelling aan te passen bij "uitzonderlijke" schokken of als indirecte belastingen worden opgelegd. Natuurlijk introduceren dergelijke uitzonderingsgevallen een element van willekeur dat de geloofwaardigheid negatief kan beïnvloeden.

Het derde onderdeel van de uitvoering van de directe-inflatiestrategie, waarbij het beleid actie moet ondernemen op basis van een waargenomen verschil tussen inflatiedoelstelling en verwachting, is het moeilijkst. Zoals bekend zit er een zekere, niet altijd constante, vertraging tussen een verandering in het monetaire beleid en het effect ervan op de inflatie. Bovendien leveren onzekerheid over toekomstige schokken en over de precieze effecten van veranderingen in het monetaire beleid een additioneel probleem voor het succesvol implementeren van de directe-inflatiestrategie. Vanwege de genoemde onzekerheden worden inflatiedoelstellingen doorgaans voor twee jaar in de toekomst geformuleerd. Deze relatieve lange horizon geeft monetaire beleidsmakers enige flexibiliteit om op onverwachte schokken te reageren.

## **Praktijk**

### *Nieuw-Zeeland*

In Nieuw-Zeeland worden de inflatie-doelstellingen opgenomen in een expliciet contract - Policy Target Agreements (PTA) - tussen de centrale bank en de regering. Een opmerkelijk detail hierbij is dat de PTA de clause bevat dat de president van de centrale bank ontslagen kan worden als het niet lukt om de vooraf aangekondigde doelstelling te halen. In de eerste PTA die in maart 1990 ondertekend werd, gaf de Reserve Bank of New Zealand als doelstelling een inflatie-percentage van 0-2% per december 1992. Deze PTA bevatte de clause dat bij een belangrijke verandering in de ruilvoet, de indirecte belastingen of een natuurramp de hele overeenkomst herzien moest worden via nieuwe onderhandelingen. Korte-termijn doelstellingen werden gepubliceerd door de nationale bank nadat de PTA was ondertekend. Deze doelstellingen waren 3,5% inflatie per december 1990, 1,5-3,5% per december 1991 and tenslotte 0-2% per december 1992. Eind 1990 is over de PTA heronderhandeld en is de datum voor het halen van de inflatie-doelstelling veranderd in 1993. De huidige PTA is overeengekomen in 1996 en is vrijwel identiek aan de vorige.

### *Canada*

In Canada wordt de doelstelling voor inflatie gezamenlijk bepaald door de Bank of Canada en het Ministerie van Financiën, waarbij een verandering in de 'opgeschoonde' consumentenprijsindex als maatstaf wordt genomen. In februari 1991 werd aangekondigd dat de centrale bank de jaarlijkse inflatie in een bandbreedte van 2-4% zou houden per eind 1992, tussen 1,5-3,5% per medio 1994, en tussen 1-3% per eind 1995.

### *Verenigd Koninkrijk*

In het Verenigd Koninkrijk wordt de inflatiedoelstelling door het Ministerie van Financiën bepaald met behulp van de groothandelsprijsindex (zonder hypotheekrente betalingen). In november 1992 is de formele bandbreedte voor de na te streven inflatie gezet op 1-4%.

Bij de feitelijke uitvoering van de directe-inflatiestrategie in de drie landen wordt, naast voorspellingen met grote economische modellen, gebruik gemaakt van allerlei informatievariabelen. Deze variabelen worden geacht op korte termijn indicaties te geven over toekomstige inflatiebewegingen en -verwachtingen. Hierbij kan worden gedacht aan veranderingen in loonkosten, de wisselkoers, de grondstofprijzen, beurskoersen en de geldhoeveelheid. Mochten deze indicatoren op ongewenste toekomstige inflatie-ontwikkelingen duiden, dan komen de monetaire beleidsmakers in actie.

Hierboven hebben we al aangegeven dat het expliciete gebruik van een veelheid aan indicatoren wel een risico voor de transparantie en geloofwaardigheid van het monetaire beleid met zich mee brengt. Het is immers niet meteen duidelijk op basis van welke informatie beleidsbeslissingen worden genomen. Om dit potentiële probleem te ondervangen zijn de meeste landen die een directe-inflatiestrategie gebruiken, overgegaan tot de publicatie van inflatierapporten waarin op de achtergronden van beleidsmaatregelen wordt ingegaan. Zo'n rapport biedt ook inzicht in de mate waarin centrale banken aansprakelijk kunnen worden gesteld voor het al dan niet realiseren van de inflatiedoelstelling. Inflatie kan immers ook worden veroorzaakt door factoren die buiten de invloedssfeer van monetaire autoriteiten liggen.

## **Inflatie- en rentedynamiek**

Het doel van een overstap op de directe-inflatiestrategie in veel landen is de geloofwaardigheid van het streven naar lage inflatie door de monetaire beleidsmakers te vergroten. Als zij hierin succesvol zijn, kan een directe-inflatiestrategie een relatief snelle, pijnloze daling van de inflatieverwachtingen en de feitelijke inflatie tot gevolg hebben met een daarmee corresponderende lagere nominale rente. Als de nominale rente ook een risicopremie voor de inflatieonzekerheid bevat, kan het tevens zo zijn dat de reële rente daalt als gevolg van de overstap naar een directe-inflatiestrategie. We zouden daarom a priori verwachten dat zowel de rente- als de inflatiedynamiek een structurele verandering vertonen als de uitvoering van de directe-inflatiestrategie succesvol is.

Om de effecten van de directe-inflatiestrategie op de dynamiek van rente en inflatie te onderzoeken hebben we een model geformuleerd waarin de rente en de inflatie over de periode voorafgaande aan de overstap op de DIS worden geschat<sup>2</sup>. Uitgaande van deze schattingen maken we voorspellingen voor de periode waarin de DIS wordt toegepast. Deze voorspellingen vergelijken we vervolgens met de feitelijke ontwikkeling van de rente en de inflatie. Ter vergelijking construeren we dezelfde voorspellingen voor de naburige landen die geen directe-inflatiestrategie zijn gaan hanteren. Systematische voorspelfouten met betrekking tot rente en inflatie voor landen die overgestapt zijn op een directe strategie suggereren dat zulke beleidsveranderingen belangrijke effecten kunnen hebben. Anderzijds interpreteren wij het ontbreken van systematische voorspelfouten als bewijs dat een directe-inflatiestrategie weinig toegevoegde waarde heeft gehad ten opzichte van het eerder gevoerde beleid.

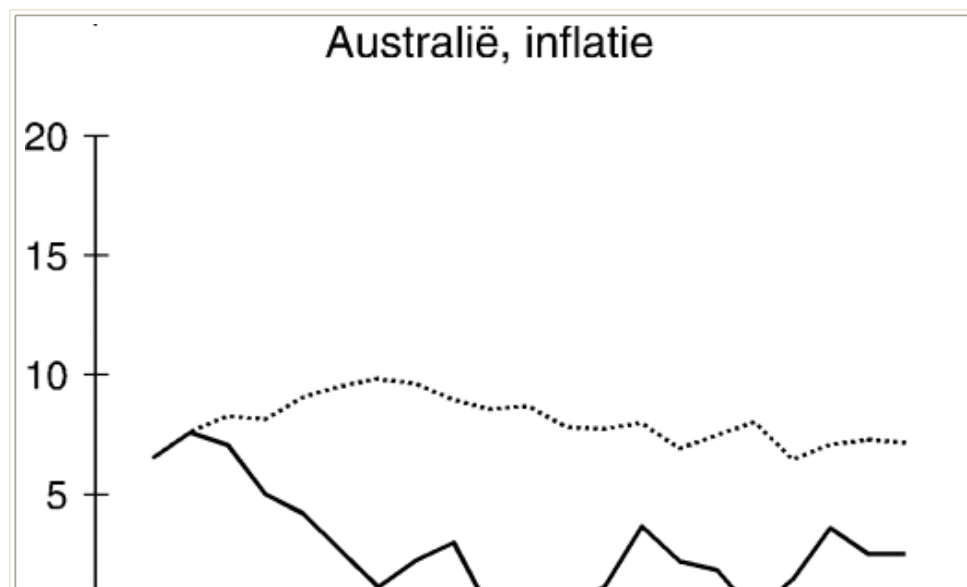
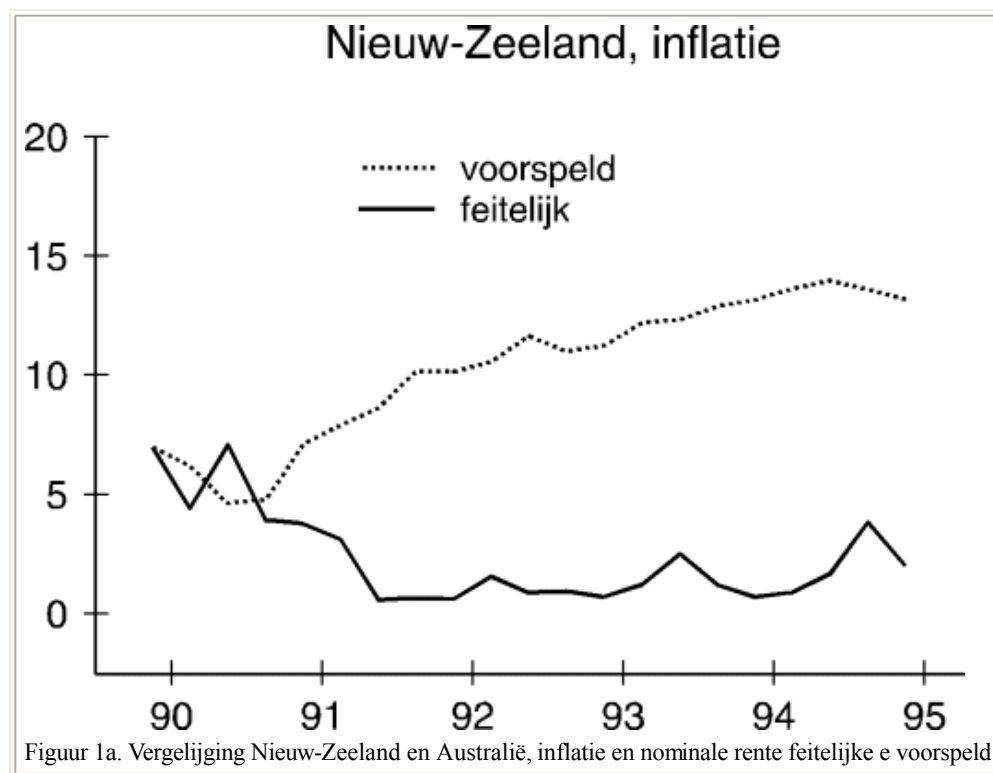
Door de expliciete vergelijking tussen gelijksoortige landen die wel en niet overgestapt zijn op de directe-inflatiestrategie kan bovendien de invloed van andere niet-gespecificeerde effecten onderscheiden worden van de gevolgen van de regime-verandering. Als er een belangrijk reputatie-effect optreedt als gevolg van de verandering in monetaire strategie, zouden we verwachten dat de voorspelkracht van de modellen van de landen die zijn overgegaan op de directe-inflatiestrategie significant slechter is dan de voorspelkracht van de modellen in de naburige landen die geen beleidsverandering hebben doorgemaakt. Voor landen met een directe strategie verwachten we dan een aanzienlijke overschatting van inflatie en nominale rente.

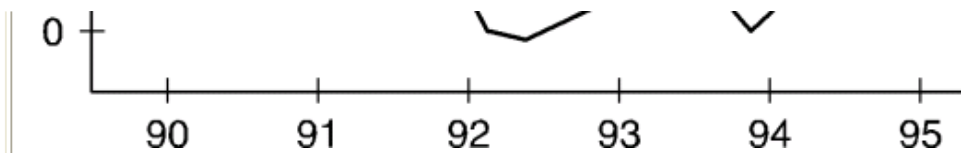
Op basis van de (niet gepubliceerde) resultaten concluderen we dat de voorspellingen aanzienlijk slechter zijn dan modeluitkomsten in de schattingsperiode. Voor bijna alle landen vinden we een systematische overschatting van de rente. Dit is het duidelijkst in Nieuw-Zeeland en Australië. In deze landen is ook sprake van een systematische overschatting van de inflatie. In de andere vier landen is de overschatting van de inflatie aanmerkelijk geringer.

In figuur 1 tot 3 hebben we de voorspellingen voor het niveau van inflatie en nominale rente grafisch weergegeven per tweetal landen. Ter vergelijking is telkens de feitelijke ontwikkeling van de betreffende variabele in dezelfde grafiek gepresenteerd.

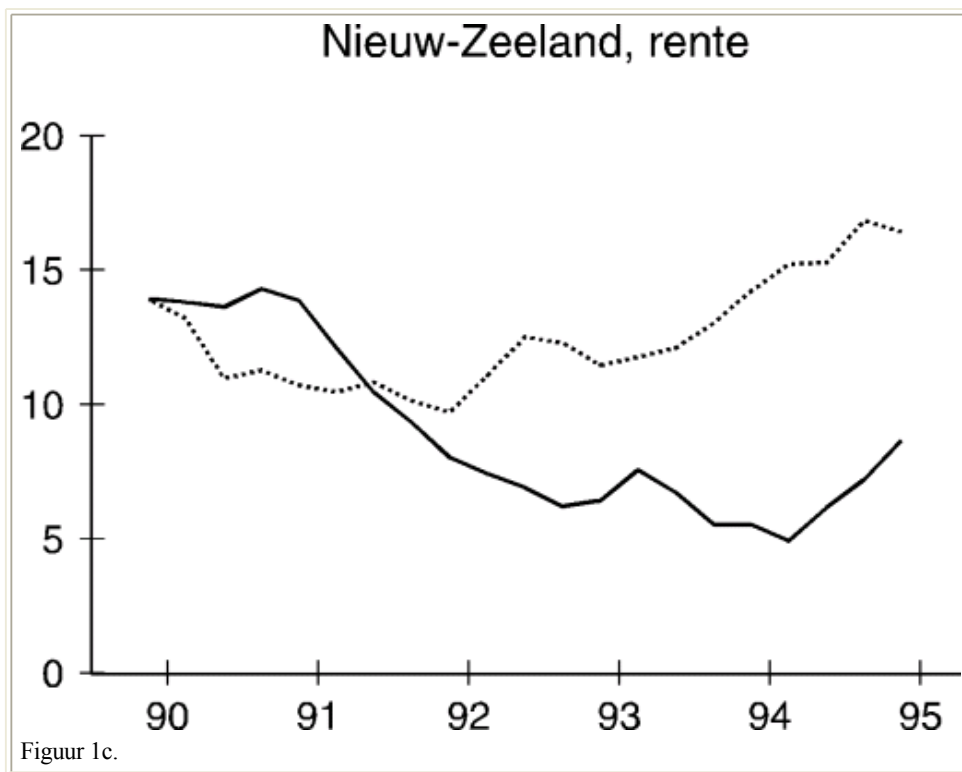
#### Nieuw-Zeeland - Australië

De resultaten in de [figuur 1a](#), [figuur 1b](#), [figuur 1c](#) en [figuur 1d](#), suggereren dat de uitkomsten voor de inflatie in Nieuw-Zeeland en Australië sinds 1990 veel beter zijn dan op basis van schattingen over de pre-hervormingsperiode kan worden verwacht. Tevens vinden we dat de inflatie in Nieuw-Zeeland sterker overschat wordt dan in Australië. Dit verschil zou voor een deel verklaard kunnen worden door de overstap op de directe-inflatiestrategie en suggereert dat de inflatiedynamiek substantieel veranderd is met als gevolg snellere dis-inflatie en een grote overschatting van de inflatie. Met betrekking tot de nominale rente vinden we echter dat de overschatting in beide landen even groot is. Bovendien vinden we dat de feitelijke en voorspelde rente in Australië eerder dan in Nieuw-Zeeland uit elkaar gaan lopen.

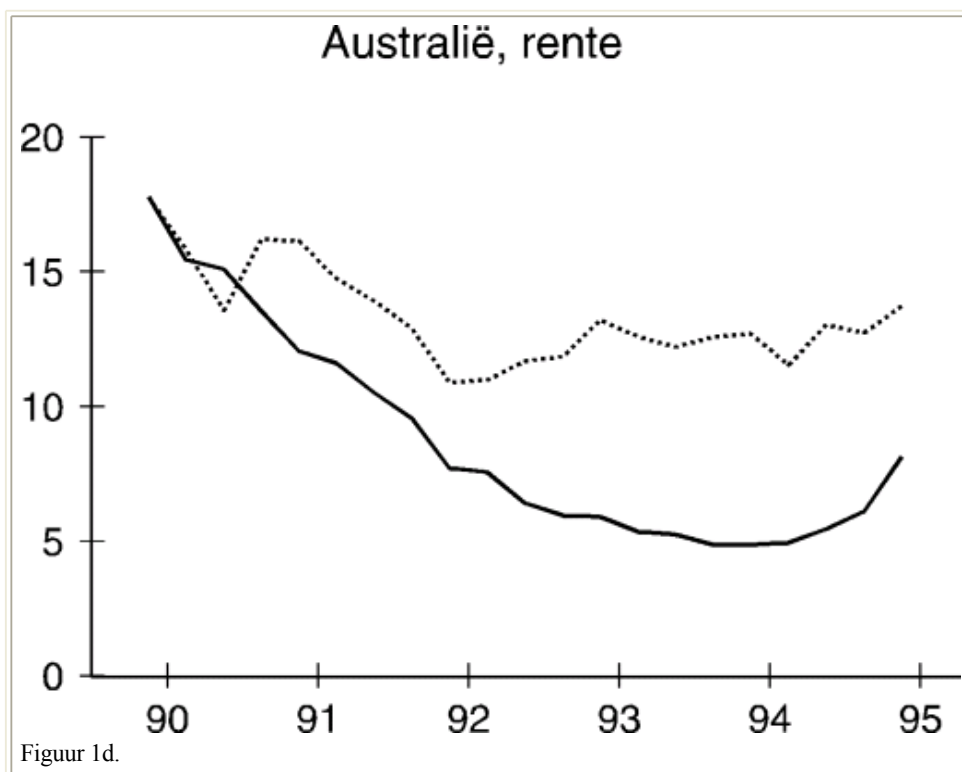




Figuur 1b.



Figuur 1c.



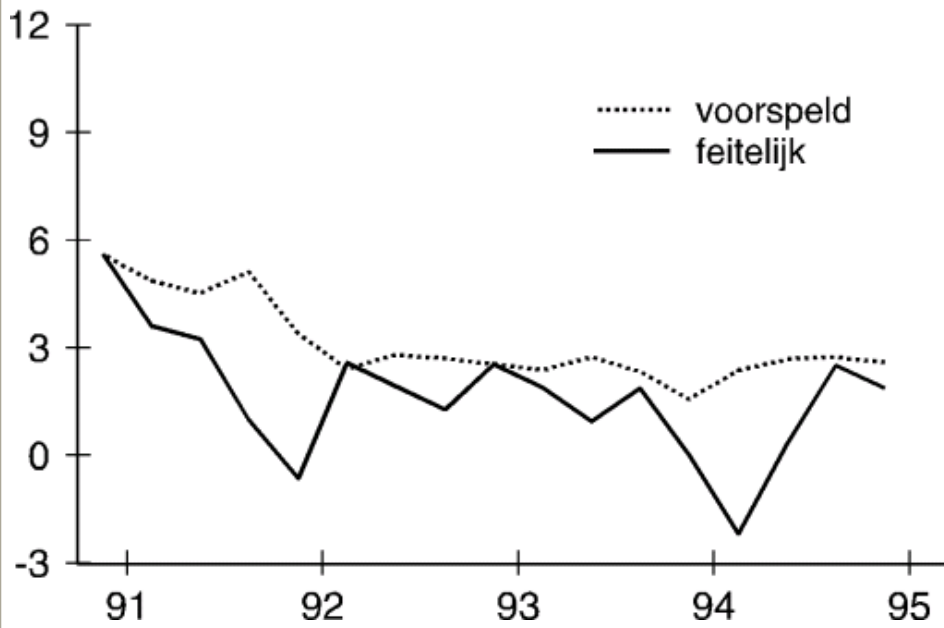
Figuur 1d.

Concluderend, vinden we dat alleen de sterke overschatting van de inflatie in Nieuw-Zeeland de nul-hypothese van een significant effect ondersteunt. Het bewijsmateriaal voor de nominale rente is veel minder eenduidig.

#### Canada - VS

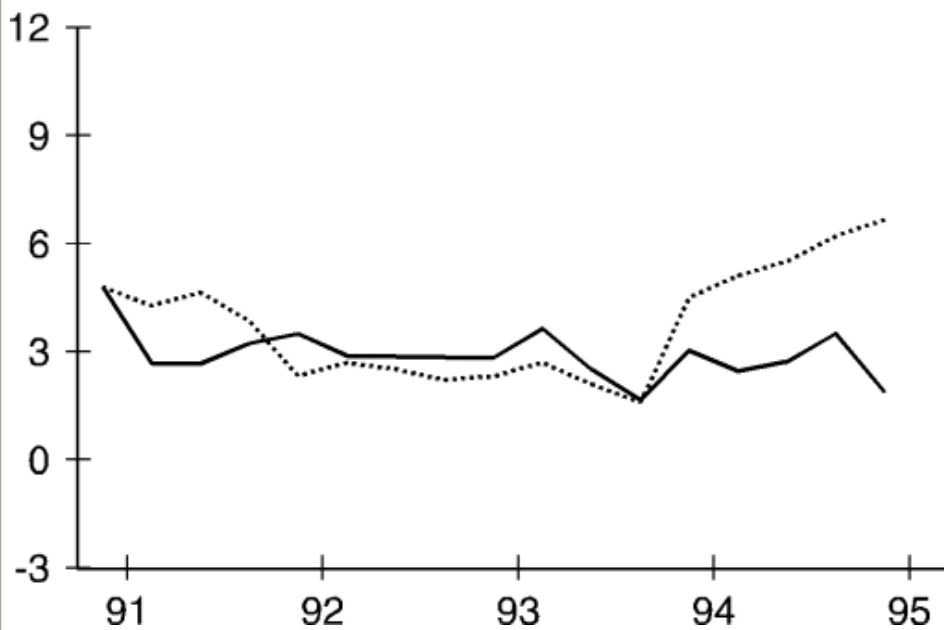
Uit [figuur 2a](#), [figuur 2b](#), [figuur 2c](#) en [figuur 2d](#), blijkt dat de verschillen tussen Canada en de Verenigde Staten erg klein zijn, hoewel in het algemeen de resultaten iets beter zijn voor Canada dan voor de Verenigde Staten. Voor beide landen vinden we dat de nominale rente systematisch overschat wordt evenals de inflatie in Canada. De overschatting van de Canadese inflatie is echter weer verdwenen na midden 1991. Concluderend, kunnen we voorzichtig stellen dat de directe-inflatiestrategie in Canada bij de start wellicht een positief maar vooral tijdelijk effect gehad heeft op de in gang gezette deflatie-politiek.

### Canada, inflatie



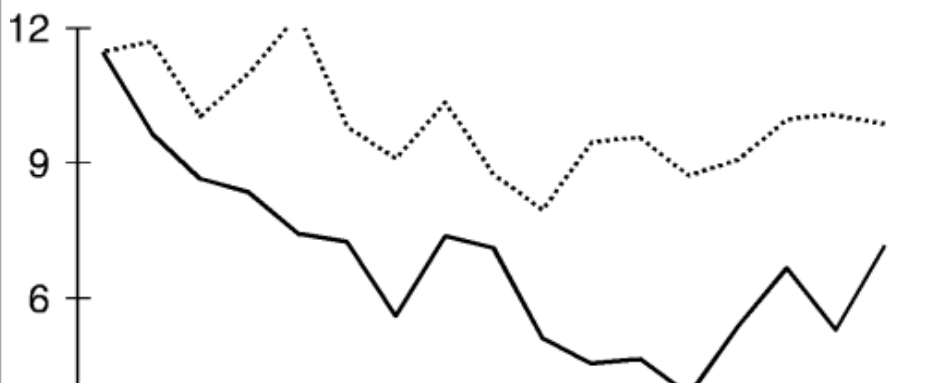
Figuur 2a. Canada - VS

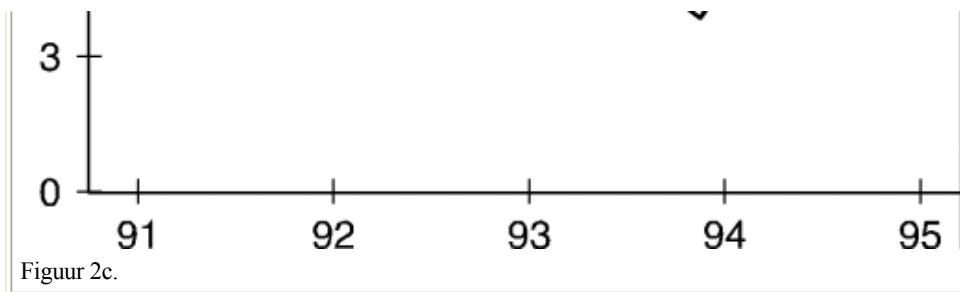
### VS, inflatie



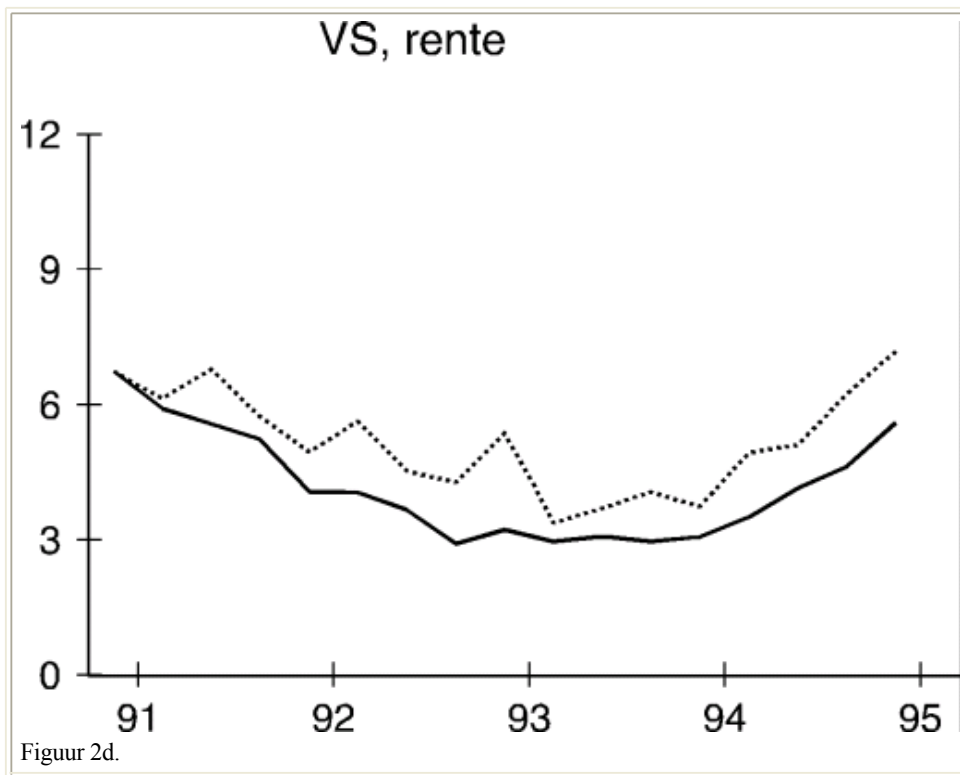
Figuur 2b.

### Canada, rente





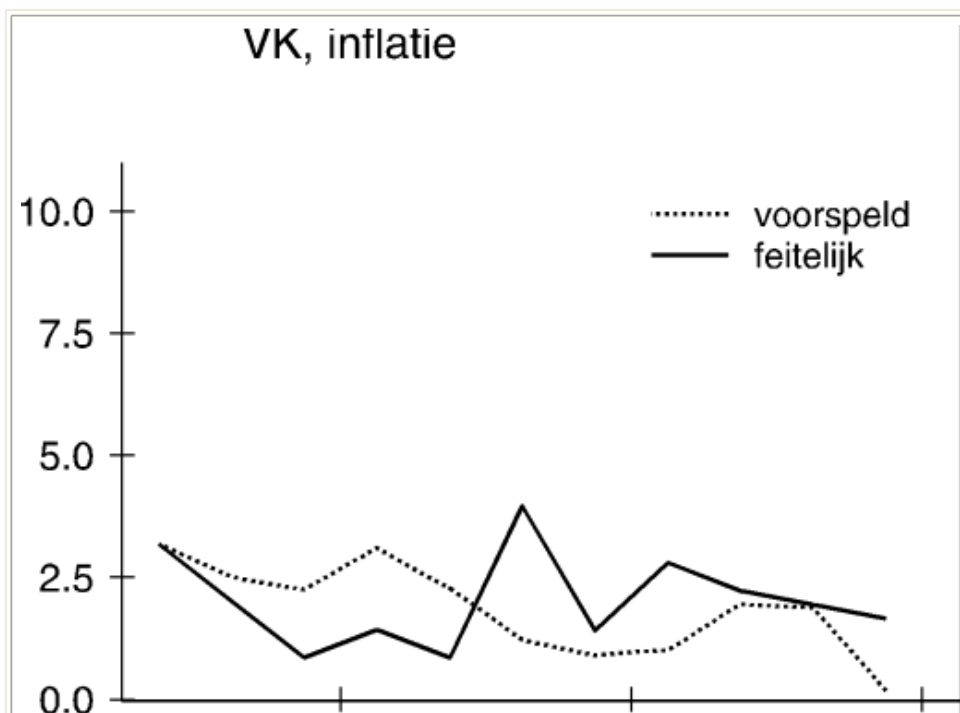
Figuur 2c.



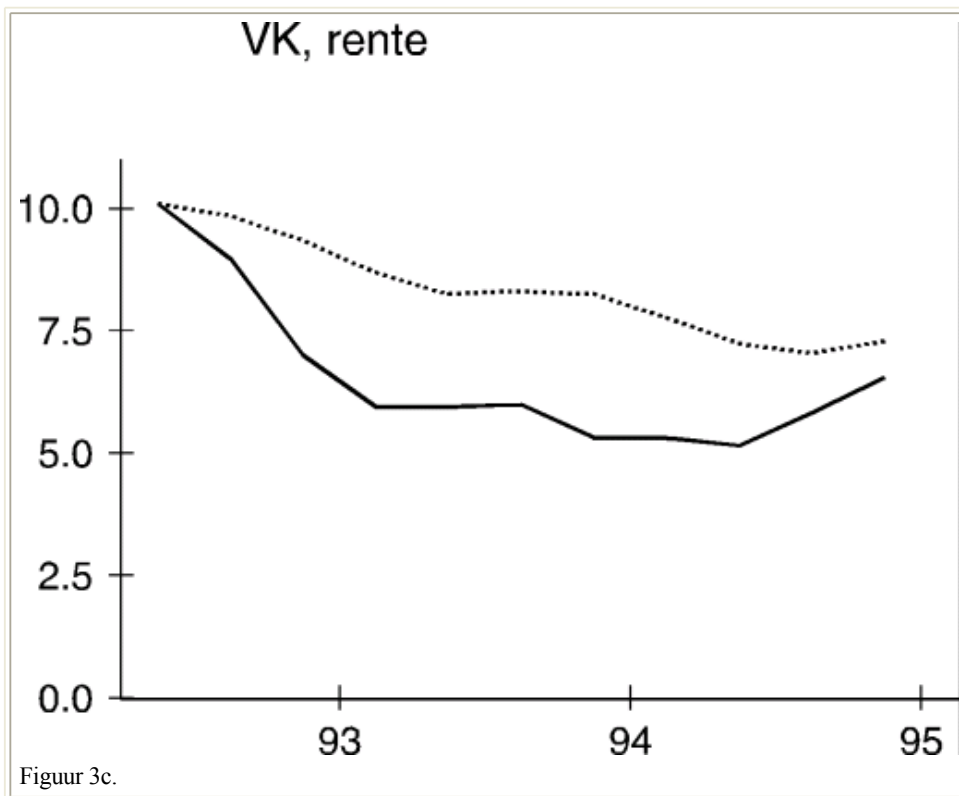
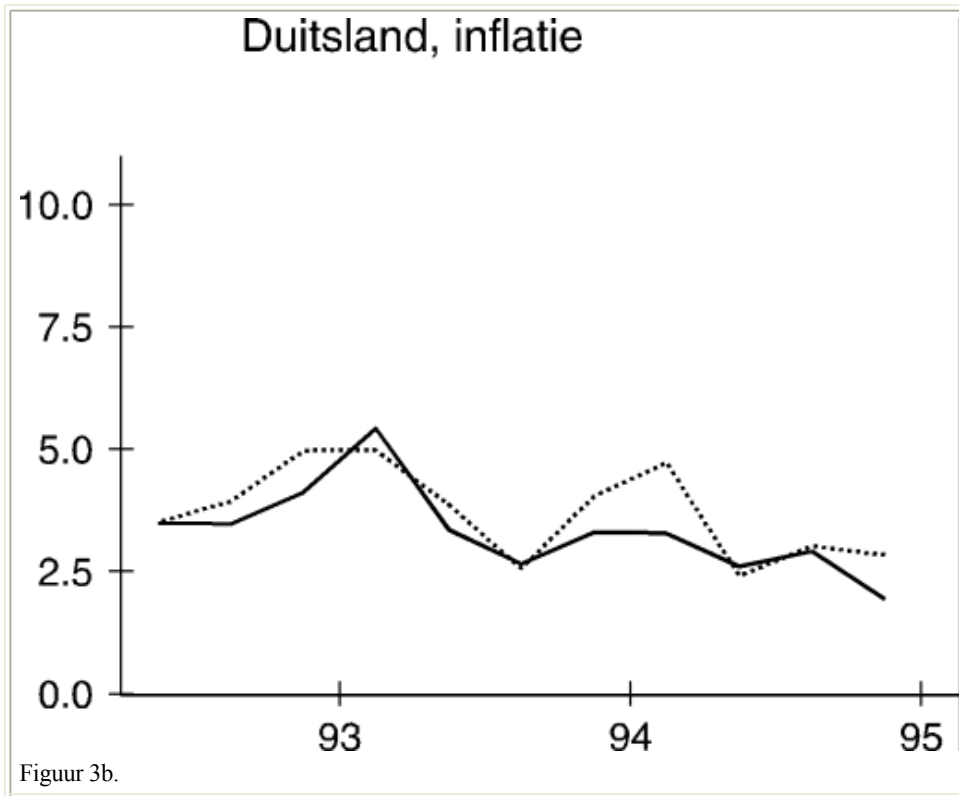
Figuur 2d.

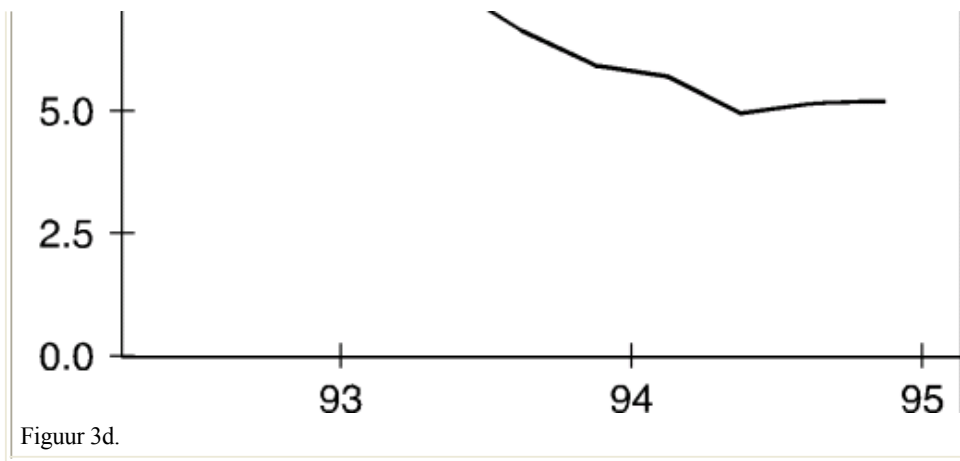
#### VK - Duitsland

In [figuur 3a](#), [figuur 3b](#), [figuur 3c](#), en [figuur 3d](#), zijn de resultaten voor het Verenigd Koninkrijk en Duitsland weergegeven. Voor deze twee landen vinden we dat de voorspellingen over het algemeen vrij goed zijn. Met name in Duitsland blijven ramingen en realisaties dicht bij elkaar. Bij het Verenigd Koninkrijk worden aanvankelijke overschattingen in 1992/1993 gecompenseerd door onderschattingen in 1993/1994. In dit opzicht lijken de ervaringen in het Verenigd Koninkrijk op de ervaringen in Canada. Direct na de start van de directe-inflatiestrategie, is de daling van de inflatie sterker dan voorspeld. Twee jaar later is dit verschil verdwenen. Zowel voor Duitsland als het Verenigd Koninkrijk vinden we permanente overschattingen van de nominale rentes. In tegenstelling tot wat we a priori zouden verwachten, zijn deze overschattingen groter in Duitsland dan in het Verenigd Koninkrijk.



Figuur 3a. VK - Duitsland





Figuur 3d.

### Totaalbeeld

Het totaalbeeld dat uit de vergelijking van de drie landenparen naar voren komt is enigszins teleurstellend voor de voorstanders van de directe-inflatiestrategie. In Nieuw-Zeeland vinden we dat de inflatie systematisch overschat wordt vanaf het begin van de directe-inflatiestrategie. Hetzelfde vinden we in Australië, alleen in iets mindere mate. In de andere twee landen die overgestapt zijn op de directe-inflatiestrategie, Canada en het Verenigd Koninkrijk, zien we dat de feitelijke inflatie in eerste instantie sneller daalt dan werd verwacht. Het permanente effect lijkt echter marginaal.

Voor alle landen vinden we dat de rente-voorspellingen systematisch te hoog zijn. Feitelijke rentes zijn dus in de eerste helft van de jaren negentig wereldwijd veel lager geweest dan kon worden voorzien op basis van de geschatte verbanden.

### Lessen voor de ECB

Op basis van onze resultaten vinden we eigenlijk alleen voor Nieuw-Zeeland substantiële effecten van de directe-inflatiestrategie. Na de overstap in 1990 wordt de inflatie in Nieuw-Zeeland langdurig overschat hetgeen suggereert dat de directe-inflatiestrategie een krachtig effect op de inflatie-verwachtingen heeft gehad. Een mogelijke verklaring voor het feit dat we alleen voor Nieuw-Zeeland bewijsmateriaal vinden dat de overstap in positieve zin heeft geholpen bij het reduceren van de inflatie, kan gelegen zijn in de institutionele context. Alleen in dit land is immers de directe-inflatiedoelstelling vastgelegd in een contract tussen de centrale bank en de regering. Bovendien is hierbij vastgelegd dat de president van de Reserve Bank kan worden ontslagen in het geval het niet lukt om de vooraf aangekondigde doelstelling te halen.

Het relatieve succes van de directe-inflatiestrategie in Nieuw-Zeeland is echter meer uitzondering dan regel. Het rente- en inflatiebeloop in landen als Canada en het Verenigd Koninkrijk blijkt nauwelijks te verschillen van dat in de Verenigde Staten en Duitsland waar de directe-inflatiestrategie niet wordt gehanteerd. Het volgen van een directe-inflatiestrategie blijkt dan ook geen garantie voor een grote anti-inflatie geloofwaardigheid en daarmee voor een lagere inflatie op langere termijn.

De ECB zal zich in de naaste toekomst buigen over de keuze tussen een indirecte monetaire strategie en een directe-inflatiestrategie. De empirische resultaten van ons onderzoek suggereren dat de verschillen klein zijn. Ook in de praktijk van alledag zijn de verschillen tussen beide benaderingen waarschijnlijk niet zo groot. Veel centrale banken vinden nu al dat de ECB in de toekomst bij de formulering van het monetaire beleid naar een groot aantal indicatoren moet kijken en zich niet moet blindstaren op bijvoorbeeld de geldhoeveelheid. Het verschil tussen beide methoden is vooral een verschil in accent.

Toch is de keuze niet triviaal. Cukierman onderscheidt in dit verband een aantal belangrijke criteria<sup>3</sup>. Toegespit op de afweging tussen een intermediaire geldgroei-doelstelling of een directe doelstelling voor inflatie, zijn ons inziens de volgende aspecten van belang. In het algemeen zijn monetaire aggregaten beter te beïnvloeden en te sturen door de monetaire autoriteiten dan de inflatie. Daar staat tegenover dat financiële innovaties en veranderingen c.q. instabiliteiten in de relatie tussen geldhoeveelheid en prijzen de aantrekkelijkheid van de monetaire benadering doen afnemen.

De directe-inflatiebenadering heeft als voordeel dat de inflatie beter zichtbaar is en beter begrepen wordt door het grote publiek. Het belangrijkste nadeel van de directe benadering is vooral gelegen in het feit dat deze aanpak kwetsbaarder is voor druk van buitenaf op centrale banken om rentestanden te verlagen en reële doelen na te streven. Bij de monetaire benadering ligt deze beïnvloeding minder direct voor de hand omdat uitvoering van dit beleid, beheersing van de geldgroei, duidelijker tot het domein van de monetaire beleidsmakers hoort. Deze benadering maakt het daarom voor de monetaire autoriteiten makkelijker om zich af te schermen van politieke druk en vol te houden dat een verruiming het nagestreefde doel in gevaar brengt.

Daarnaast is de directe-inflatiestrategie nog relatief nieuw en zijn de ervaringen ermee beperkt. Omdat de ECB nog een eigen reputatie moet opbouwen, kan dat voor de ECB juist reden zijn om te vertrouwen op de beproefde strategie waarmee met name de Bundesbank grote successen heeft geboekt. Vanuit dit perspectief is naar onze mening een geldhoeveelheidsbeleid voor de ECB licht te prefereren boven een beleid gebaseerd op de directe-inflatiebenadering.

Hierbij past wel een kanttekening. Dit betreft de mogelijkheid dat zich bij de overstap naar de euro belangrijke veranderingen in de nationale geldvraag-relaties kunnen voordoen en dat een beleid gebaseerd op intermediaire, monetaire variabelen daardoor gefrustreerd kan worden. Een mogelijke oplossing hierbij zou kunnen zijn dat de ECB - net als de Bundesbank - niet dogmatisch vasthoudt aan de geformuleerde monetaire doelstellingen maar vooral een pragmatische benadering kiest. Dit zou bij de overstap naar de ene munt kunnen betekenen dat de monetaire bandbreedtes in eerste instantie wat ruimer worden gekozen.



Bovendien geeft de door de Bundesbank gevolgde praktijk hiervoor al een precedent. De formulering en bekendmaking van doelstellingen voor de geldgroei heeft de Bundesbank nooit verhinderd daarvan zelf af te wijken. Vanzelfsprekend dient het missen van de doelstelling helder uitgelegd en verdedigd te worden. De ECB zou zich hieraan moeten spiegelen en zich ook het recht moeten voorbehouden bij de feitelijke implementatie af te wijken van het eerder geformuleerde doel. Een dergelijke vrijheid bergt wel een gevaar in zich. Slaagt de ECB er achteraf niet in een consistente uitleg te geven van haar beleid, dan kan gemakkelijk sprake zijn van toenemende ongelofwaardigheid. In dat opzicht biedt de directe-inflatiestrategie op korte termijn meer ruimte voor discretie. Uiteindelijk zal echter voor beide strategieën gelden dat de ECB alleen geloofwaardigheid kan verkrijgen als ze laat zien op langere termijn zorg te dragen voor een lage en stabiele inflatie

---

**1** T.D. Lane, M. Griffiths en A. Prati, Can inflation targets help make monetary policy credible?, *Finance and Development*, december 1996, blz 20-23.

**2** We baseren we ons op een methode die eerder door Blanchard en Kremers is ontwikkeld om de geloofwaardigheid van een disinflatieprogramma te onderzoeken (O.J. Blanchard, The Lucas critique and Volcker deflation, *American Economic Review*, 1984, blz. 211-215; J.J.M. Kremers, Gaining policy credibility for a disinflation: Ireland's experiences in the EMS, *IMF Staff Papers*, nr. 1, 1990, blz. 116-145). Kort gezegd analyseren beiden de effecten van een monetaire regimewijziging op de stabiliteit van macro-economische verbanden, en de inflatievergelijking in het bijzonder. Wij hebben voor ieder land identieke inflatie- en rente-vergelijkingen geschat. De gekozen modelspecificatie en schattingsmethode houden expliciet rekening met de mogelijkheid dat de inflatie en de rente elkaar wederzijds kunnen beïnvloeden. Daarenboven zijn verschillende in de DIS gebruikte indicatoren (economische groei, geldgroei) als verklarende variabelen in de inflatie- en rentevergelijkingen opgenomen.

**3** A. Cukierman, *Targeting Monetary Agreement and Inflation in Europe*, paper gepresenteerd op de 'International Conference on Future European Monetary Policy' op 30 november/1 december 1995, Kronberg/Ts., Duitsland.