

# Monetair beleid en economisch herstel

De jaren zeventig maken een goede kans de economische geschiedenis in te gaan als de jaren van de grote consensus over het te voeren monetaire beleid. Al waagde een enkeling het soms om wat extra geldschepping voor te stellen of zelfs het wisselkoersbeleid van de Centrale Bank ter discussie te stellen, de eenheid der geesten was opmerkelijk: het monetaire beleid diende restrictief te zijn en op de bestrijding van de inflatie gericht. Inmiddels heeft het monetaire beleid aan zijn opdracht voldaan: de inflatie is wereldwijd gedaald. Het wordt daarom tijd voor een herbezinning op de monetaire politiek. Moeten de bakens worden verzet nu het herstel is ingezet en de inflatie onder controle lijkt te zijn? Wat moeten de antwoorden van het monetaire beleid zijn op nieuwe monetaire verstoringen zoals de hevige fluctuaties en het onvoorspelbare verloop van de dollarkoers en, breder, het oncontroleerbare aanbod van internationale liquiditeiten? Een keur van bankiers en wetenschappers boog zich het hoofd over deze vragen, die centraal stonden op de conferentie „Monetary conditions for economic recovery”, die door de vakgroep Macro-economie van de Universiteit van Amsterdam onlangs werd georganiseerd.

Het economische herstel dat is opgetreden, is onevenwichtig geweest: de bescheiden stijging van het nationale product in de meeste landen leidde niet tot een evenredige afname van de werkloosheid en soms zelfs tot een toename, en de blijvend hoge rentestanden bleven een belemmering vormen voor het herstel van de investeringen. Een voor de hand liggende vraag is of een krappe monetaire politiek in zo'n situatie nog wel geschikt is en of de prioriteit van het beleid niet moet worden verlegd van inflatienaar werkloosheidsbestrijding. Op veel bijval bij de uitgenodigde centrale bankiers kon deze gedachte niet rekenen. De heren Lamfalussy (Bank for International Settlements), Axilrod (Federal Reserve System), Goodhart (Bank of England) en Schlesinger (Deutsche Bundesbank) benadrukten allen de stabilisatiefunctie van de monetaire politiek, die erop is gericht de inflatie te bestrijden door een krap en bovenal voorspelbaar groeipad van de geldhoeveelheid uit te zetten. Al is de huidige inflatie laag, het potentiële inflatiegevaar is de wereld nog niet uit, zo stelden zij. Zo zal een verdere depreciatie van de wisselkoers ten opzichte van de dollar de inflatoire druk doen toenemen, en dient een dam te worden opgeworpen tegen het inflatoire effect van een expansief budgettair beleid. Daaraan kan nog worden toegevoegd – zoals de scheidende secretaris-generaal van de OECD Van Lennep deed – dat „fine tuning” in de monetaire politiek een hachelijke zaak is: de verschuiving van een restrictief naar een expansief beleid (en weer terug) op de goede momenten vereist inzicht in de samenhangen van de economie dat niet voldoende aanwezig is. Ten slotte wezen de bankiers erop dat niet alleen de inflatie, maar vooral de inflatieverwachtingen nog een bedreiging voor het herstel vormen. De teneur van het betoog van de bankiers was dan ook dat het monetaire beleid ook nu op inflatiebestrijding moet zijn gericht. Dit kan het beste gebeuren door een beleid te voeren dat extern gericht is op een sterke wisselkoers, waardoor de import van inflatie wordt voorkomen, en er intern naar streeft de binnenlandse geldhoeveelheid te beheersen.

Een opvallende nuancingering op de samenhang van de bankiers bracht de Amsterdamse hoogleraar Kessler aan, wiens persoon centraal stond op de conferentie. Weliswaar stelde ook hij dat een stabiele externe waarde van de valuta essentieel is, en dat daar in een kleine open economie als de Nederlandse uit hoofde van binnenlandse politieke overwegingen niet mag worden getornd, maar hij liet toch de mogelijkheid open dat het monetaire beleid onder speciale omstandigheden een directere bijdrage levert aan het economische herstel. Hij doelde daarbij op de z.g. monetaire benadering van de betalingsbalans: het volume van de toegestane binnenlandse geldcreatie wordt afgestemd op de monetaire invloed die de lopende rekening en de kapitaalrekening te zamen hebben op de binnenlandse economie. Indien per saldo sprake is van een toestroom van liquiditeiten biedt dit de monetaire autoriteiten de gelegenheid om de kapitaalmarktrente te verlagen. Het is in zo'n geval denkbaar dat de overheid een deel van het tekort monetair financiert. De rentedaling die hiervan het gevolg is, zal tot extra kapitaaluitvoer leiden die het monetaire evenwicht op de betalingsbalans zal herstellen. Deze beleidsoptie is, zo stelde Kessler, echter niet zonder gevaren. Zij mag er in geen geval toe leiden dat het vertrouwen van de buitenlandse investeerder afneemt, en dat het binnenlandse inflatiepotentieel wordt aangewakkerd. Bovendien mag de begrotingsdiscipline niet worden aangetast. Gezien de stringentie van de voorwaarden en het feit dat de omvang van de rentedaling klein zal zijn als, wat waarschijnlijk is, de rente-elasticiteit van het kapitaal groot is, is het

niet aan te nemen dat toepassing van deze benadering tot omvangrijke rentedalingen zal leiden. Het voordeel van Kessler's aanpak is echter dat de monetaire autoriteiten een grotere beleidsvrijheid wordt geboden dan bij de mechanische krapgeldpolitiek van de bankiers het geval is.

Een andere vraag die op de conferentie centraal stond, is of het monetaire beleid voldoende is toegerust om aan bedreigingen vanuit de monetaire sfeer, zoals de sterke fluctuatie van de dollarkoers, het hoofd te bieden. De Belgische hoogleraar De Grauwe ging ter beantwoording van deze vraag na hoe succesvol het EMS is geweest. Hij vergeleek de prestaties van de EMS-landen met die van enkele niet-EMS-landen (Japan, VS, VK, Oostenrijk, Noorwegen, Zweden en Zwitserland), zowel vijf jaar voor als na de oprichting van het EMS in 1979. Hij constateerde dat de reële wisselkoersen, van de EMS-landen sinds hun lidmaatschap juist sterker zijn gaan fluctueren. Ook de nominale en reële rentepercentages zijn na 1979 sterker gaan schommelen. Ernstiger is De Grauwe's constatering dat de nominale rente in de EMS-landen sterker dan in landen buiten het EMS correleerde met de heftig fluctuerende Amerikaanse rente, en dat de schommelingen van reële wisselkoers en rente in de kleine EMS-landen zijn toegenomen en in de kleine landen erbuiten zijn afgenomen. Van het EMS als „eiland van monetaire stabiliteit”, is weinig terechtgekomen.

Er kwam veel kritiek op De Grauwe's analyse. Zo maakt hij geen onderscheid tussen bewegingen naar en van het evenwicht en het doel van het EMS is niet de reële wisselkoers te stabiliseren, maar de nominale wisselkoers van de leden ten opzichte van elkaar. Een externe verstoring zal dan ook in eerste instantie leiden tot rente-aanpassingen en pas in laatste instantie tot nominale wisselkoersveranderingen. Zo wordt juist prioriteit gegeven aan de inflatiebestrijding. Bovendien zegt de schommeling van de reële wisselkoers en de rente niet veel: het gaat hier vooral om het niveau van de beide grootheden. Maar hoe het ook zij, De Grauwe raakt met zijn analyse toch een belangrijk punt: de financiële wereld is door de sterk toegenomen verwevenheid van de markten erg kwetsbaar geworden voor externe verstoringen, en het is de vraag of het huidige monetaire stelsel in staat is verstoringen op te vangen.

Een soortgelijke waarschuwing betreffende het internationale financiële systeem gaf S. Solomon, die verbonden is aan het Amerikaanse Brookings Institution. Hij constateerde dat het aanbod van internationale liquiditeiten sinds de ineenstorting van het stelsel van Bretton Woods niet meer is te beheersen. Ten tijde van dit stelsel bepaalde het verschil in kredietvoorwaarden tussen de VS en Europa voornamelijk het aanbod van internationale liquiditeiten. Een restrictievere politiek in Europa leidde bij voorbeeld tot een stroom van dollars naar Europa die de Europeanen tot wisselkoersinterventies dwong: dollars werden uit de markt genomen en aan de voorraad internationale liquiditeiten toegevoegd. Na de ineenstorting van het stelsel verdween dit mechanisme. Tegengestelde particuliere kapitaalbewegingen en verwachtingen omtrent het verloop van de wisselkoers leidden tot erratische koersschommelingen die niet langer verschillen in monetair beleid weerspiegelden. Bovendien verviel de interventieplicht van de monetaire autoriteiten. Het gevolg was, zo stelde Solomon, dat de band tussen kredietvoorwaarden en het aanbod van reservemiddelen verdween. Dat deze situatie gevaar oplevert voor het monetaire stelsel spreekt voor zich. De remedie is minder duidelijk: een terugkeer naar het Bretton-Woodsstelsel is niet gewenst, maar hoe moet de internationale discipline dan worden hersteld?

De binnenlandse monetaire politiek, zo lijkt de teneur van de conferentie, kan slechts een bescheiden bijdrage leveren aan het economische herstel. De kern van het beleid moet zijn, zoals Buitter (Cambridge University) het uitdrukte, te zorgen dat „money doesn't matter”. Een minder bescheiden opstelling van de monetaire autoriteiten zal echter nodig zijn om de verstoringen die het internationale monetaire systeem bedreigen, te weerstaan. Het is jammer dat de problemen die op dit gebied spelen op deze interessante conferentie wel werden signaleerd, maar dat duidelijk beleidsaanbevelingen achterwege bleven. Het gevaar is immers groot dat zonder instrumentarium op internationaal monetair gebied, ook de effectiviteit van het binnenlandse monetaire beleid op losse schroeven komt te staan.

H. Kamps