



Monetair beleid in de nieuwe economie

Auteur(s):

Berk, J.M.

Afdeling monetair en economisch beleid, de Nederlandsche Bank en Vrije Universiteit, Amsterdam.

Met dank aan Job Swank en Cees Ullersma.

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4347, pagina 128, 15 februari 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

geldw ezen

Ook in een nieuwe economie zullen centrale banken in staat zijn om effectieve beleidsimpulsen te geven. Deze hebben een snellere doorwerking, maar een minder krachtig effect.

Economen die geloven in de nieuwe economie spreken van een structurele verandering van de economie, die de centrale bank zou dwingen tot een ander monetair beleid. Immers, traditionele relaties tussen inflatie en economische groei zouden niet langer relevant zijn. Fundamenteler dan onderzoek naar het meest passende beleid is de vraag of de centrale bank in een nieuwe economie überhaupt nog wel effect op de macro-economie kan sorteren. Om deze laatste vraag te beantwoorden, richt dit artikel zich op de monetair-financiële dimensie van de nieuwe economie¹. Specifiek wordt nagegaan welke gevolgen de nieuwe economie heeft voor de doorwerking van het beleid van de centrale bank in de economie, oftewel de monetaire transmissie.

Monetaire transmissie

Het monetaire transmissieproces kan worden gezien als een keten van verschillende schakels. Een schakel is het traject tussen het beleidsinstrument van de centrale bank en de financieringskosten voor economische subjecten. Een andere schakel betreft de invloed van de financieringskosten op de bestedingsbeslissingen van economische subjecten.

Door de nieuwe economie te zien als een dynamisch proces dat voortvloeit uit de interactie van verschillende drijvende krachten, kan dit fenomeen in relatie worden gebracht met het gehele monetaire transmissieproces, in plaats van alleen met inflatie en groei. Een belangrijke drijfveer is de zeer forse vooruitgang in ict. Maar er zijn meer katalysoren, zoals de liberalisering en globalisering van financiële, arbeids-, en productmarkten en nieuwe ontwikkelingen op het gebied van financiële producten en het gebruik ervan, bijvoorbeeld innovaties op het gebied van risicomangement. Al deze factoren hangen nauw met elkaar samen. Zo heeft ict bijgedragen aan globalisering via het reduceren van communicatiekosten. Globalisering op haar beurt stimuleert concurrentie en innovatie, wat weer bijdraagt aan de diffusie van ict via handel. Aldus geïnterpreteerd is de nieuwe economie meer evolutie dan revolutie.

Effect rentebeleid op financieringskosten

De centrale bank brengt het chartale geld in omloop en fungeert als bankier voor banken. De som van chartaal geld en de banktegoeden die worden aangehouden bij de centrale bank wordt de basisgeldhoeveelheid genoemd. De centrale bank controleert de interbancaire rente via de prijs van de tegoeden die banken bij haar aanhouden. Het marktmechanisme zorgt er vervolgens voor dat andere rentevoeten worden beïnvloed en daarmee de financieringskosten die relevant zijn voor gezinnen en bedrijven. Wat nu is de invloed van de nieuwe economie op dit alles?

Allereerst zou het fysieke chartale geld in toenemende mate concurrentie kunnen ondervinden van door de particuliere sector aangeboden digitale varianten. Wanneer deze worden uitgegeven door niet-banken, kan de invloed van de centrale bank op de basisgeldhoeveelheid afnemen.

Dit is echter onwaarschijnlijk. Zo zijn de huidige en voor de nabije toekomst voorzienbare vormen van elektronisch geld geen volwaardig substituuat voor 'analoog' chartaal geld². Bovendien zorgt wetgeving ervoor dat, mochten volwaardige alternatieven ontwikkeld worden én in zwang geraken bij het publiek, de uitgifte ervan beperkt blijft tot banken.

De nieuwe economie zou ook gevolgen kunnen hebben voor de omvang van de tegoeden die door banken worden aangehouden bij de centrale bank. Deze tegoeden, en daarmee de vraag naar centrale-bankgeld, worden om twee redenen aangehouden. De eerste reden is om te voldoen aan de reserveverplichting die de centrale bank stelt en vanwege het interbancaire betalingsverkeer, dat loopt via de centrale bank. Het is denkbaar dat de nieuwe economie via het gebruik van nieuwe technologische vondsten de relevantie van de reserveverplichting in haar huidige vorm ondergraaft. De zogenaamde 'sweep accounts' in de vs zijn hiervan een illustratie. Hierbij worden met behulp van geavanceerde computerprogramma's tegoeden voortdurend overgeheveld van balansposten die relevant zijn voor de bij de centrale bank aan te houden kasreserve naar andere soorten rekeningen en vice versa. Het Amerikaanse voorbeeld illustreert overigens dat dergelijk gedrag alleen ontstaat wanneer kasreserves niet marktconform worden beloond. Het Eurosysteem, zijnde de ecb en de centrale banken van de landen die de euro hebben ingevoerd, kent zo'n marktconforme vergoeding echter wel. Bovendien kan ontwikkelingsgedrag worden tegengegaan door aanpassing van de regulering inzake kasreserves.

Betalingsverkeer

De tweede reden voor banken om tegoeden bij de centrale bank aan te houden, komt voort uit

betalingverkeerdoeleinden. Er zijn goede economische redenen waarom banken hun onderlinge

betalingverkeer laten verlopen via de centrale bank in plaats van het onderling te regelen, bijvoorbeeld via een eigen verwerkingsinstituut. Deze redenen hebben te maken met de veiligheid en efficiëntie die de centrale bank kan bieden inzake het effectueren van transacties. Volgens sommigen zou de nieuwe economie deze voordelen kunnen eroderen, bijvoorbeeld via een dusdanig hoog ontwikkelde ICT dat de kredietwaardigheid van tegenpartijen onmiddellijk en door alle betrokkenen kan worden geverifieerd³. Het is echter gezien de huidige stand van de techniek niet aannemelijk dat een dergelijk alternatief in de voorzienbare toekomst zal ontstaan. Zelfs al zouden deze technische mogelijkheden ooit ontstaan, dan is het maar de vraag of publieke autoriteiten of collega-financiële instellingen zullen toestaan dat één private marktpartij een zo belangrijke rol als verwerkingsinstituut krijgt. Er zijn immers aanzienlijke risico's verbonden aan een dergelijke concentratie, bijvoorbeeld dat van strategisch gedrag in het ten eigen bate benutten van saldogposities. Bovendien is met een goed functionerend betalingsverkeer een maatschappelijk belang gediend.

Basisgeldmonopolie

Een utopische maar analytisch interessante situatie is die waarin de centrale bank haar monopolie op de uitgifte van basisgeld verliest. Een dergelijk scenario ontstaat wanneer e-geld een volwaardig substituum is voor het conventionele chartale geld, wanneer banken hun onderlinge

betalingverkeer buiten de centrale bank om kunnen en willen regelen en wanneer er geen regulering bestaat die banken ertoe dwingt om bij de centrale bank te bankieren. Basisgeld moet dan concurreren met private alternatieven. Net als iedere andere aanbieder, zal de centrale bank een concurrerende prijs moeten aanbieden wil haar product worden afgenomen door de markt. Een monetaire beleidsverandering kan dan worden gerealiseerd door de meest attractieve tarieven in de markt te bieden voor het in- en uitlenen van (basis)geld. Een verkrapting kan bijvoorbeeld worden gerealiseerd door het verkopen van een deel van de obligatieportefeuille van de centrale bank tegen een fractioneel lagere prijs, dus tegen een hogere rente, dan de marktprijs respectievelijk de marktrente. Onder invloed van substitutie en arbitrage zullen vervolgens ook de andere rentevoeten wijzigen. Voor een verruiming zal het tegenovergestelde nodig zijn. Er kunnen echter kanttekeningen worden geplaatst bij de houdbaarheid van een dergelijke situatie. Zo zijn dergelijke centrale bankoperaties verliesgevend. Bovendien kan in deze wereld de centrale bank de totale liquiditeit in het systeem niet veranderen. Zoals gezegd, is deze omgeving meer science fiction dan realiteit, te meer daar het de afwezigheid van iedere vorm van regulering veronderstelt.

Financieringskosten en niet-financiële activiteit

Monetair beleid in een nieuwe economie is dus nog steeds in staat de financieringskosten voor gezinnen en bedrijven te beïnvloeden. Maar er zal wel wat veranderen. De revolutie in ICT zorgt ervoor dat meer informatie beschikbaar komt voor meer mensen tegen steeds lagere kosten. Transactiekosten zullen afnemen en informatie-asymmetrieën ook. De werking van financiële- en kredietmarkten zal dus verbeteren, waardoor de transmissie van beleidsrentes via marktrentes naar klantentarieven sneller zal verlopen. Of de volatiliteit zal toenemen, is op voorhand onduidelijk. Daartegenover kunnen beleggers zich via het gebruik van derivaten verzekeren tegen bewegingen in rentes en de wisselkoers, waarmee de invloed daarvan op hun bestedingsbeslissingen afneemt. De implicatie is dat een gegeven verandering van de beleidsrente onder invloed van de nieuwe economie minder effect zal sorteren. Zeker is dat evenwel niet, omdat aan dergelijke verzekeringen een prijskaartje hangt dat niet iedereen zal kunnen en willen betalen. Voorts heeft een dergelijke verzekering een eindige looptijd, en is er macroeconomisch gezien alleen sprake van een herverdeling van risico over verschillende agenten. Tevens zijn vooralsnog veel risico's onverzekerbaar. Zo zijn er nog nauwelijks derivaten die de prijs van onroerend goed als onderliggende waarde hebben.

Conclusie

Ik denk niet dat de centrale bank zich naar aanleiding van het bovenstaande zorgen moet maken. Immers, vele van de hierboven geschetste ontwikkelingen dragen bij aan een steeds efficiënter werkend financieel systeem en daar is ook het monetaire beleid bij gebaat. Daarnaast bestaan goede economische en maatschappelijke argumenten om aan te voeren dat de centrale bank ook in een nieuwe economie de enige aanbieder van basisgeld blijft. Daarmee blijft het voeren van monetair beleid mogelijk

¹ Zie voor een uitgebreide analyse J.M. Berk, *New economy, old central banks?*, MEB-serie nr. 2001-05, de Nederlandsche Bank, Amsterdam, 2001.

² Zie voor een toelichting S. Lelieveldt,

³ M. King, *Challenges for monetary policy: new and old*, in: Federal Reserve Bank of Kansas City, *New challenges for monetary policy*,