



## Monetaire instituties en politiek

**Auteur(s):**

Beetsma, R.

*Werkzaam bij de directie Algemene Economische Politiek van het ministerie van Economische Zaken.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4188, pagina 91, 5 februari 1999

**Rubriek:**

Boekbespreking

**Trefwoord(en):**

politieke, economie

*Hoe onafhankelijk moet een centrale bank zijn? Zijn kapitaalcontroles wenselijk? Antwoorden op brandende vragen.*

**Politieke economie valt het best te omschrijven als het bestuderen van economische vraagstukken binnen een context waarin er vanuit gegaan wordt dat de autoriteiten hun eigen belang of specifieke deelbelangen nastreven, in plaats van het algemeen belang. Het ontwerpen van instituties die daarmee rekening houden en die bijvoorbeeld bepalen binnen welke kaders monetaire politiek bedreven wordt, staat volop in de belangstelling. Denk bijvoorbeeld aan de monetaire eenwording in Europa en de recentelijk opgelaaide discussie over het herinstellen van kapitaalcontroles. Het besproken boek haakt in op precies dit soort onderwerpen en vormt een welkome aanvulling op de bestaande literatuur<sup>1</sup>. Zowel voor beleidsmakers en onderzoekers die op dit terrein werkzaam zijn, als voor de niet-specialist die met dit hoogst actuele gebied bekend wil raken, is het boek van waarde.**

Het is gebaseerd op een gelijknamige conferentie georganiseerd door CentER for Economic Research eind januari 1995 en bevat tien artikelen, met discussie, over met name de politieke economie van monetair beleid en wisselkoersbeleid.

Het boek bestaat uit twee delen. Het eerste deel, Monetary institutions and policy, bestaat uit de bijdragen van Lohmann, von Hagen, Eijffinger en Schaling, Cukierman et al., Henderson en Zhu, en Mélitz en Erkel-Rousse. Deel twee, Exchange rate policy and redistribution, omvat de bijdragen van Edwards, Milesi-Ferretti, Minford en Huizinga. Bij de keuze van de artikelen die ik bespreek, heb ik me vooral laten leiden door beleidskwesties die momenteel sterk in de belangstelling staan: de Europese monetaire unie en mogelijke kapitaalcontroles.

### Monetair beleid

De aftrap wordt gedaan met het artikel van Lohmann. Zij bespreekt een aantal mechanismen die de literatuur heeft aangedragen om het tijdsinconsistentie probleem ('inflation bias') binnen de monetaire politiek op te lossen. Omdat dit probleem als een rode draad door een groot deel van het boek heenloopt, is het nuttig het in enig detail uit te leggen. Het ontstaat doordat het ex-post optimale monetaire beleid afwijkt van wat ex-ante optimaal is. Ex ante, voordat (nieuwe) nominale contracten (bijvoorbeeld looncontracten of overheidsschuld) getekend zijn, zullen de monetaire autoriteiten de markten proberen te overtuigen dat ze een stringent monetair beleid zullen volgen. Ex-post, als nominale contracten eenmaal vastliggen, hebben de monetaire autoriteiten echter de prikkel het beleid te verruimen, om zodoende de economie te stimuleren (in geval van nominale looncontracten) of om de budgettaire ruimte voor de overheid te vergroten (in het geval van overheidsschuld). Een ruimer monetair beleid leidt tot hogere prijzen en dus tot een erosie van het reële loon en de uitstaande reële overheidsschuld, omdat nominale contracten al vastliggen. Arbeid wordt dus goedkoper, zodat de werkloosheid daalt. Als vakbonden het effect op het reële loon echter voorzien, zullen ze de looneisen overeenkomstig de verwachte monetaire verruiming opschroeven. Het enige wat dan resulteert is een hogere inflatie, zonder dat de economie gestimuleerd wordt. Analooq aan de vakbonden zullen beleggers een hogere nominale rente op overheidsschuld eisen, zodat na correctie voor de hogere verwachte inflatie, het reële rendement op hun belegging niet aangetast wordt.

De meest voor de hand liggende oplossing om dit probleem het hoofd te bieden is om centrale banken onafhankelijk te maken, zodat ze minder onder druk van de politiek staan om het monetaire beleid te verruimen. Lohmann beargumenteert echter dat formeel vastgelegde onafhankelijkheid van de centrale bank geen afdoende oplossing is, omdat de politiek, mocht zij hier voordeel in zien, institutionele aanpassingen altijd ongedaan kan maken<sup>2</sup>. Ze betoogt dat de enige echte oplossing is dat centrale banken voldoende geloofwaardigheid opbouwen door een solide anti-inflatiebeleid te voeren. Ze maakt echter niet goed duidelijk hoe dat mogelijk is, als de politiek de centrale bank altijd haar wil kan opleggen.

### Bundesbank te onafhankelijk

Eijffinger en Schaling onderzoeken voor een verzameling van industrielanden door welke factoren de mate van onafhankelijkheid van hun centrale banken bepaald wordt. Uit de presentatie van hun theoretische raamwerk, die voorafgaat aan de empirische analyse, blijkt dat een hogere natuurlijke werkloosheid, een grotere relatieve voorkeur voor stabilisatie van werkloosheid in plaats van inflatie en een steilere Phillipscurve (zodat een gegeven toename in inflatie een sterkere reductie van de werkloosheid teweegbrengt) alle een grotere mate van centrale bank onafhankelijkheid vergen. De reden is dat in al deze gevallen de prikkel om de inflatie te verhogen (ten einde de economie te stimuleren) sterker is. Daarentegen vraagt een grotere variatie in de aanbodschokken (bijvoorbeeld onverwachte

veranderingen in technologie) om minder centrale bank onafhankelijkheid, zodat er meer ruimte is om de economie te stabiliseren. Opgemerkt dient te worden dat in dit theoretische model centrale bank onafhankelijkheid wordt geïdentificeerd met prijsstabiliteit. Centrale bank onafhankelijkheid is echter een breder concept. Het omvat met name ook de (strategische) positie van de centrale bank ten opzichte van de regering<sup>3</sup>. De indices van onafhankelijkheid die in de empirische analyse zijn gebruikt, zijn echter voldoende breed gedefinieerd en gebaseerd op een groot aantal aspecten van centrale bank onafhankelijkheid. De theoretische voorspellingen worden in redelijke mate door de empirische bevindingen ondersteund. Tenslotte vergelijken de auteurs per land de gemeten graad van onafhankelijkheid met de optimale graad van onafhankelijkheid die het geschatte model voorspelt op basis van de kenmerken van het land. De opmerkelijke conclusie hiervan is dat de Duitse Bundesbank te onafhankelijk is.

Vaak wordt een centrale bank in de literatuur gezien als een monolithisch geheel. Dat wil zeggen dat hij wordt gepresenteerd als bestaande uit één beleidsmaker, de centrale bankier, die het optimale beleid kiest, gegeven zijn of haar preferenties. Deze vereenvoudigde voorstelling verhuult dat het gekozen monetaire beleid het resultaat kan zijn van gecompliceerde strategische interacties tussen de personen die erover stemmen en die verschillende preferenties ten aanzien van dat beleid hebben. Dit zal mogelijk ook het geval zijn voor de Europese Systeem van Centrale Banken (ECSB), waarvan de zes leden van het dagelijks bestuur en de elf presidenten van de nationale centrale banken samen de Raad van Bestuur (*Governing Council*) vormen, die regelmatig zal stemmen over de hoogte van de korte termijn rentevoet. Hoewel de leden van de Raad van Bestuur geacht worden het belang van het Eurogebied als geheel in ogenschouw te nemen, is het niet onwaarschijnlijk dat met name de presidenten van de lokale centrale banken (meestal benoemd door hun eigen regering) het nationale belang laten prefereren, mocht er een conflict zijn met het belang van het Eurogebied als geheel. Von Hagen modelleert in zijn bijdrage het stemgedrag van de Raad van Bestuur van het ECSB expliciet en laat zien dat de huidige structuur, waarin dus het merendeel van de zetels in de Raad wordt ingenomen door nationale afgevaardigden, kan leiden tot een systematisch hogere inflatie. Dit omdat de nationale afgevaardigden de afgevaardigde van een land waar binnenkort verkiezingen worden gehouden tegemoet kunnen komen door te stemmen voor een monetaire verruiming, in de hoop in de toekomst zelf soortgelijke steun te krijgen.

Erkel-Rousse en Mélitz onderzoeken voor een zestal landen (waaronder Frankrijk, Duitsland en het Verenigd Koninkrijk) in hoeverre economische schokken (onder andere vraag- en aanbod schokken) gemeenschappelijk dan wel landspecifiek zijn. Een van de belangrijkste economische argumenten in de discussie over de wenselijkheid van een Europese monetaire unie (EMU), is deze mate van asymmetrie van economische schokken. Als de schokken die landen treffen sterk van elkaar verschillen (bijvoorbeeld omdat landen gespecialiseerd zijn in verschillende producten) dan kan het gewenste monetaire beleid verschillend zijn voor de landen. Een monetaire unie is dan (vanuit dit oogpunt) geen goed idee. De auteurs vinden dat de schokken overwegend asymmetrisch zijn. Ze waarschuwen er echter wel voor dat de ruimte om een eigen monetair beleid te voeren buiten de unie om, voor veel landen erg klein kan zijn (zoals al het geval was toen ze nog deelnamen in het wisselkoersmechanisme van het Europees Monetair Stelsel). Bovendien (en dat is hier niet vermeld) zou als gevolg van de EMU de asymmetrie van schokken kunnen afnemen, zoals is betoogd in een recent artikel van Frankel en Rose<sup>4</sup>.

## Kapitaalcontroles

De huidige Aziatische crisis heeft de discussie over de (her)instelling van kapitaalcontroles weer doen oplaaien. Zelfs het Internationale Monetair Fonds (IMF) heeft zijn traditionele afwijzendheid over kapitaalcontroles laten varen. De ernst van de crisis in Azië wordt voor een deel toegeschreven aan het gemak waarmee speculatief kapitaal zich door de wereld kan bewegen. Schijnbaar onbelangrijke gebeurtenissen kunnen een enorme uitstroom van kapitaal teweegbrengen en een economie vrijwel lamleggen. De bijdrage van Milesi-Ferretti begint met een theoretisch overzicht van de argumenten voor het hanteren van kapitaalcontroles. Hij wijst erop dat kapitaalcontroles wellicht een nuttige rol spelen op de korte termijn maar dat ze op de langere termijn leiden tot een netto vermindering van de kapitaalstroom naar ontwikkelingslanden en opkomende markten, doordat investeerders vrezen dat ze hun bezittingen niet meer kunnen terugtrekken. Het theoretische overzicht wordt gevolgd door een (eclectische) empirische analyse van de determinanten van het instellen van kapitaalcontroles. Het blijkt dat de aanwezigheid van kapitaalcontroles waarschijnlijker is in armere landen, als de overheidssector groter is, en als de centrale bank afhankelijk is. Zeer open economieën met flexibele wisselkoersen zijn minder snel geneigd kapitaalcontroles in te stellen.

## Evaluatie

De grootste kracht van het boek is het empirische werk. De bestaande literatuur is op dit gebied niet sterk ontwikkeld. Dat is niet verwonderlijk: data zijn vaak niet direct beschikbaar en moeten dus nog verzameld of samengesteld worden. Daarnaast zijn de verzamelde data slechts een benadering voor de theoretische concepten (er zijn bijvoorbeeld verschillende manieren om centrale bank onafhankelijkheid te meten). Elke poging om de theorieën te toetsen moet dus verwelkomd worden, hoewel het vaak moeilijk is - ongeacht de grondigheid waarmee de empirie is verricht - eensluidende conclusies te trekken.

Onvermijdelijk bevat het boek lacunes: het is onmogelijk in tien artikelen alle belangrijke onderwerpen binnen zulk een actief gebied aan te snijden. De vlag dekt de lading daarom iets te ruim: hoewel de titel spreekt van *Positive Political Economy*, treedt alleen de bijdrage van Huizinga (die een politiek-economische verklaring voor het bestaan van werkloosheid geeft) buiten het terrein van de internationale economie. Wellicht had er meer ruimte besteed kunnen worden aan actuele onderwerpen als hervorming van arbeids- en andere markten. Omdat hervormingen vaak op publieke weerstand stuiten, lenen deze onderwerpen zich bij uitstek voor een politiek-economische analyse. Bovendien kan het succes van EMU in sterke mate afhangen van de mate waarin Europese landen in staat zijn dit soort hervormingen door te voeren.

Het boek besteedt, terecht, relatief veel aandacht aan het onderwerp van de centrale bank onafhankelijkheid en aan de vormgeving van monetaire instituties. Het zou daarom logisch zijn als het ook bijdragen zou bevatten over 'inflatie targeting' (het hanteren van een expliciete doelstelling voor inflatie, al dan niet binnen bepaalde fluctuatiemarges) en de interacties tussen fiscale en monetaire instituties. Inflatie targeting staat sterk in de belangstelling en wordt door steeds meer (onafhankelijke) centrale banken als operationele procedure gehanteerd<sup>5</sup>.

Ook een bijdrage op het gebied van fiscale politiek zou welkom zijn geweest omdat bij het voeren van monetaire politiek, fiscale instituties een belangrijke rol spelen. Met name de rol van de budgetaire regels opgelegd in het kader van het Verdrag van Maastricht en, later, de nadere precisering hiervan in het Stabiliteits- en Groei Pact vormt onderwerp van verhitte discussie<sup>6</sup>.

Deze punten nemen niet weg dat Eijffinger en Huizinga een zeer interessante verzameling van artikelen over actuele en belangrijke onderwerpen binnen de politieke economie hebben bijeengebracht in een boek dat zeer de moeite van het lezen waard is

---

**1** Sylvester Eijffinger en Harry Huizinga (red.), *Positive political economy: theory and evidence*, Cambridge University press, 1998.

**2** Zie ook R. Beetsma en H. Jensen, Optimal inflation targets, 'conservative' central banks, and linear inflation contracts: Comment, *American Economic Review*, te verschijnen.

**3** Bijvoorbeeld of de regering de centrale bank specifieke instructies kan opleggen en of ze de centrale bank kan dwingen het overheidstekort te financieren.

**4** J.A. Frankel en A.K. Rose, The endogeneity of the optimum currency area criteria, *Economic Journal*, 1998, blz.1009-1025.

**5** Zie L.E.O. Svensson, Optimal inflation targets, 'conservative' central banks, and linear inflation contracts, *American Economic Review*, 1997, blz. 98-114.

**6** Deze discussie komt overigens uitgebreid aan bod in A. Hughes Hallett, M.N. Hutchison en S.E. Hougaard Jensen (red.), *Fiscal aspects of European monetary integration*, Cambridge University Press, te verschijnen.