



Monetaire voorwaarden voor economisch herstel

DRS. C. VAN EWIIK – DRS. A.J.F.M. DECKERS *

Inleiding

Ter gelegenheid van het afscheid van prof. dr. G.A. Kessler organiseerde de vakgroep Macro-economie van de Universiteit van Amsterdam onlangs een internationale conferentie over „Monetary Conditions for Economic Recovery” 1). Op deze conferentie maakte een keur van beleidsmensen en wetenschappers de balans op van het in de afgelopen jaren gevoerde monetaire beleid. Tevens werd getracht lijnen uit te zetten voor het toekomstige beleid. Belangrijke thema's vormden hierbij de ervaringen met de geldgroei-doelstellingen („monetary targets”), de hoogte van de reële rente, stabilisatie van de wisselkoersen en de rol van de monetaire politiek bij het tot stand brengen van economisch herstel. Zoals gezien de brede samenstelling van de deelnemers – zeg maar van Kaldor tot Korteweg – mocht worden verwacht, is het niet tot eensluidende conclusies gekomen. Hieronder volgt een beschouwing over de belangrijkste problemen, conclusies en meningsverschillen van de conferentie.

Pragmatisch-monetaristische consensus

„Indien de huidige cijfers over werkloosheid en inflatie niet nu, maar vijftien jaar geleden aan een conferentie van economen zouden zijn voorgelegd, dan hadden deze weinig aanleiding tot controverse gegeven. De hoge werkloosheid en de relatief geringe inflatie zouden deze economen snel hebben overtuigd van de noodzaak van een actieve stimulering van de economie. Thans wordt echter op grond van deze zelfde cijfers een precies tegengesteld beleid voorgestaan”. Deze ommezwaai in het economisch denken werd signaleerd door de vice-president van de Deutsche Bundesbank, Schlesinger. In zijn ogen wordt thans – met de turbulente ontwikkelingen in de jaren zeventig in het achterhoofd – algemeen ingezien dat inflatie een monetair verschijnsel is en dat terugdringing ervan een van de belangrijkste voorwaarden is voor structureel herstel van de economie.

Aldus lijkt de consensus, gebaseerd op Keynes-cum-Phillipscurve, van het eind van de jaren zestig te hebben plaatsgemaakt voor de pragmatisch-monetaristi-

sche consensus van het begin van de jaren tachtig. Korte-termijnstabilisatiepolitiek („fine tuning”) heeft afgedaan; structurele beheersing van de geldgroei vormt nu de kern van het beleid, aldus Schlesinger. Waar komt deze omkering van de heersende beleidsvisie vandaan? Is het een reactie op de traumatische ervaringen met het accommoderende monetaire beleid in de jaren zeventig? Wordt, zoals Buitier (London School of Economics) suggereerde, het economisch denken gekenmerkt door een golfbeweging waarin de ene halve waarheid wordt opgevolgd door een andere halve waarheid? Of liggen er toch ook meer fundamentele oorzaken aan ten grondslag? Is bij voorbeeld niet, zoals Lamfalussy (Bank for International Settlements) naar voren bracht, de structuur van de economie zodanig veranderd dat een beleid dat in de jaren zestig optimaal was, nu niet meer werkt of zelfs averechtse gevolgen heeft?

Deze vragen vormden het kader waarbinnen veel discussies op de conferentie zich afspeelden. Eén van de opvallende punten hierbij was dat de pragmatisch-monetaristische consensus, die in 1979 in het beleid algemeen ingang had gevonden,

* Beide auteurs zijn als wetenschappelijk medewerker werkzaam bij de vakgroep Macro-economie van de Universiteit van Amsterdam.

1) Op de conferentie, die van 14 tot 16 november te Amsterdam werd gehouden, zijn papers ingediend door: A. Lamfalussy (Bank for International Settlements), S.H. Axilrod (Federal Reserve System), C.A.E. Goodhart (Bank of England), H. Schlesinger (Deutsche Bundesbank), M.M.G. Fase (De Nederlandsche Bank), W.H. Buitier (London School of Economics), P. de Grauwe (Universiteit van Leuven), R. Solomon (The Brookings Institution), T. de Vries (International Monetary Fund), H. Jager (Universiteit van Amsterdam). Op de slotdag van de conferentie zijn openbare lezingen gegeven door: P. Korteweg (Ministerie van Financiën), N. Kaldor (King's College Cambridge), E. van Lennep (OECD), G.A. Kessler (Universiteit van Amsterdam). De teksten van de papers en de lezingen zullen in de loop van 1985 in boekvorm worden uitgegeven door Martinus Nijhoff Publishers. In een eerdere impressie van de conferentie heeft H. Kamps al aandacht besteed aan de internationale kanten van het monetaire vraagstuk (*ESB*, 21 november 1984). In deze beschouwing beperken wij ons hoofdzakelijk tot de nationale aspecten.

eigenlijk alweer over haar hoogtepunt heen lijkt. Hoewel vrijwel alle deelnemers het erover eens waren dat het monetaire beleid niet weer in de fout van te sterke accommodatie, zoals in de jaren zeventig, mocht vervallen, liepen de meningen over de juiste dosering en wijze van uitvoering veel meer uiteen dan Schlesinger suggereerde, en zich waarschijnlijk ook had gewenst.

Dat de pragmatisch-monetaristische consensus aan het afbrokkelen is, wordt bevestigd door het feit dat de meeste centrale banken – met de Fed voorop – sinds 1982 weer zijn afgestapt van het systeem van stringente geldgroei-beheersing, en weer zijn overgegaan tot een meer flexibele, „judgemental” uitvoering van het monetaire beleid. Zoals Axilrod (Federal Reserve System) aangaf wordt daarbij nu weer grote aandacht besteed aan factoren als de conjuncturele situatie en de prijsontwikkeling op de financiële markten. De afgekondigde geldgroei-doelstellingen gelden nog slechts als „kader” voor de monetaire ontwikkeling op middellange termijn.

Het spreekt vanzelf dat het beleid hierdoor weer minder doorzichtig is geworden en dat de ruimte voor discretionair handelen voor de centrale banken sterk is toegenomen. Men zou zich zelfs kunnen afvragen in hoeverre het huidige beleid nog wel voldoet aan de leerstellingen van het (pragmatisch) monetarisme. Officieel wordt dit nog steeds wel als beleidsfilosofie aangehangen, maar in de praktijk vraag je je soms af of de toevoeging „flexibel” of „judgemental” niet is ingevoerd om het door het monetarisme vervuilde begrip „discretionair” te kunnen vermijden. Met andere woorden, wijkt het huidige beleid nog wel wezenlijk af van het op keynesiaanse leest geschoeide beleid in de jaren zestig? Hierop zullen we in het onderstaande terugkomen. Eerst behandelen we enkele achtergronden van het „monetaristische experiment” van de jaren 1979-1982, zoals die op de conferentie zijn besproken. Vervolgens wordt ingegaan op de problemen die zich bij het nieuwe beleid voordeden, en die er de oorzaak van waren dat men weer van stringente hantering van geldgroei-doelstellingen is afgestapt. Daarna komen de beoordeling van de huidige situatie en de meningen over het nu te voeren monetaire beleid aan de orde.

Verwachtingen en geloofwaardigheid

In zijn openingspaper van de conferentie constateerde Lamfalussy met enige zorg dat de financiële markten grote structurele veranderingen hebben vertoond. In vergelijking met de jaren zestig zijn deze markten veel omvangrijker en „beweeglijker” geworden en daardoor veel moeilijker beheersbaar. Deze veranderingen, die van grote betekenis zijn voor de effectiviteit van het monetaire beleid, zijn naar zijn mening in de afgelopen jaren verder versterkt door de volgende factoren:

- snelle doorvoering van financiële innovaties en deregulering;
- verdergaande internationalisatie van de financiële sector;
- het proces van terugdringing van de inflatie.

De beweeglijkheid van de financiële markten, die vanzelfsprekend haar oorzak grotendeels vindt in de turbulente ontwikkelingen in de afgelopen tien jaar, heeft ook met zich gebracht dat deze markten veel gevoeliger en vaak zelfs hypergevoelig zijn geworden voor verwachtingen omtrent het te voeren monetaire beleid. Dit geldt met name voor de prijsvorming op de geld- en valutamarkten. In een dergelijke omgeving, waarin speculaties over het beleid steeds meer de markten gingen domineren, is de effectiviteit ervan vooral afhankelijk geworden van het geloof dat de marktpartijen stellen in de intenties van de monetaire autoriteit. Het is dan ook niet verwonderlijk dat in de discussies over monetaire politiek de begrippen *verwachtingen* en *geloofwaardigheid* centraal zijn komen te staan.

De pragmatisch-monetaristische consensus, zoals deze aan het eind van de jaren zeventig tot stand kwam, vormde in menig opzicht een antwoord op deze ontwikkeling. Want juist vanuit monetaristische hoek was in de voorafgaande jaren de essentiële rol van verwachtingen en de daarmee samenhangende noodzaak van geloofwaardigheid steeds benadrukt. Het is in dit verband dan ook typerend dat de op de conferentie aanwezige centrale bankiers Lamfalussy (BIS), Axilrod (Fed), Goodhart (Bank of England) en Schlesinger (Bundesbank) die in 1979 ingezette strijd tegen de inflatie vooral zagen als een strijd voor het herwinnen van de geloofwaardigheid van het monetaire beleid, die door de hoge inflatie en door ongewenste wisselkoersontwikkelingen (met name van de dollar) danig was aangetast.

Behalve dat het beleid meer restrictief moest zijn, was het volgens de pragmatisch monetaristen ook noodzakelijk om een duidelijk, consistent en vasthoudend beleid te voeren. En in hun ogen is dat het beste te bereiken door het hanteren van vooraf aangekondigde normen voor de toegestane geldgroei, de z.g. „monetary targets”. Hiermee werd beoogd in twee opzichten de stabiliteit te bevorderen: in de eerste plaats zouden de normen zo moeten worden gesteld dat er een structurele aanpassing plaatsvindt van de geldgroei aan de ontwikkeling van het reële nationale produkt, waardoor de inflatie geleidelijk zou worden uitgebannen. In de tweede plaats zouden de geldgroei-doelstellingen duidelijkheid verschaffen op de financiële markten, waardoor verwachtingen zich konden stabiliseren en speculatieve prijsbewegingen konden worden ingedamd. Op deze beide manieren zouden de geldgroei-doelstellingen kunnen bijdragen aan het bereiken van een stabiel prijsklimaat.

Schoktherapie

Het is echter de vraag of deze theoretische argumenten voor de centrale banken werkelijk de doorslag hebben gegeven bij het invoeren van de geldgroei-doelstellingen. Uit de beschouwingen van met name Axilrod voor de VS en Schlesinger voor de Bondsrepubliek blijkt dat vooral ook politieke en psychologische factoren een belangrijke rol hebben gespeeld, zowel naar buiten toe als ook binnen de centrale banken. Zo noemt Schlesinger als een belang-

rijk punt van de sinds 1975 in Duitsland gehanteerde geldgroei-doelstellingen, dat zij niet alleen de loon-prijs-spiraal temperen en de wisselkoersverwachtingen gunstig beïnvloeden, maar ook dat zij binnen de Bundesbank hebben geholpen om de weerstanden tegen de noodzakelijke renteverhoging te overwinnen.

In de VS werd de aanleiding voor de beleidswijziging van 1979 gevormd door het fundamentele wantrouwen dat ten opzichte van het beleid van de Fed was ontstaan als gevolg van de hoge inflatie, de zwakke dollar, en het bij herhaling missen van de geldgroei-doelstellingen. Axilrod wees erop dat door dit wantrouwen de normale beleidsmaatregelen ter ondersteuning van de dollar, zoals verhoging van het disconto of verscherping van de reserveverplichtingen, ineffectief waren geworden. Er was meer nodig om het vertrouwen in de Fed te herstellen. Daarom werd op 6 oktober 1979 niet alleen aangekondigd dat de geldgroei-normen voortaan wél echt zouden worden nageleefd, maar tevens dat er een nieuw systeem van monetaire beheersing werd ingevoerd. In dit nieuwe systeem werd de geldhoeveelheid niet meer beheerst via de vrij geleidelijk werkende sturing van de korte rente (de „federal funds rate”), maar via manipulatie van de ongeleende reserves van het bankwezen. Hoewel dit systeem in praktijk ook zeker anders werkte, was toch het psychologische effect ervan volgens Axilrod verreweg het belangrijkste. Hij onderstreepte dit nogmaals met de stelling dat in praktijk het daadwerkelijk bereiken van de geldgroei-doelstellingen in de jaren 1979-1982 veel belangrijker was dan de feitelijke hoogte van de groeï-norm.

Achteraf moet worden vastgesteld dat deze economische schoktherapie in termen van de inflatie zeker effectief is geweest. In de VS viel de inflatie terug van 15,1% in het eerste halfjaar van 1980 tot 1,4% in het eerste halfjaar van 1983. In Engeland daalde de inflatie in dezelfde periode van 19,4% tot 3,9%. Dat deze landen hierin niet alleen stonden blijkt uit de cijfers voor de OECD als geheel die een daling van 14,4% tot 4,3% te zien geven. Wat de produktie en de werkgelegenheid betreft heeft deze therapie echter zoals bekend veel minder gunstig gewerkt. De sterke monetaire verkrapping te zamen met het in de meeste Europese landen gevoerde restrictieve budgettaire beleid, hebben de ernstigste recessie van de afgelopen halve eeuw teweeggebracht. Het succes van de inflatiebestrijding lijkt dan ook vooral te danken aan het enorme aanbodoverschot dat op de arbeids- en goederenmarkten is ontstaan. In termen van de „expectations-augmented” Phillipscurve lijkt er dan ook eerder sprake te zijn geweest van een verschuiving *langs* de curve dan van een neerwaartse verschuiving *van* de curve. Dit impliceert dat het nog maar de vraag is of ook bij het weer aantrekken van de economie, de inflatie wel op het bereikte lage peil zal blijven. In Axilrods woorden: „Deze slag tegen de inflatie is weliswaar gewonnen, maar dit houdt nog niet in dat ook de oorlog gewonnen is”. Gezien de enorme werkloosheid die in de meeste landen is ontstaan kan men zich zelfs ook afvragen in hoeverre het niet een Pyrrhus-overwinning is geweest.

Ook bij de centrale banken rezen twijfels

over het gevoerde beleid. Niet alleen was de recessie ernstiger dan men had gedacht, maar vooral ook deden zich problemen voor met het systeem van geldgroei-doelstellingen, met name in die landen waar zij het meest mechanisch werden toegepast. Deze problemen en de overtuiging dat de geloofwaardigheid van het monetaire beleid weer redelijk was hersteld, vormden de belangrijkste redenen waarom de Fed in 1982 van dit strikte beleidsregime afstapte. Ook de Bank of England heeft zijn beleid in die tijd bij moeten stellen. Moet derhalve nu met Lord Kaldor worden geconcludeerd dat het „monetaristische experiment” van de jaren 1979-1982 een „verschrikkelijke mislukking” is geweest? Om deze vraag te kunnen beantwoorden zal nader worden ingegaan op enkele problemen waarop het beleid in deze periode is gestuit.

Instabiele geldvraag

Het systeem van vaste-geldgroei-doelstellingen gaat uit van twee basisveronderstellingen:

- de monetaire autoriteit is in staat om via haar instrumenten de geldhoeveelheid op een betrouwbare manier te sturen;
- er bestaat een stabiel verband tussen de omvang van de geldhoeveelheid en de totale nominale effectieve vraag.

De eerste veronderstelling spreekt voor zich. De tweede houdt in dat er een stabiele geldvraagfunctie moet zijn. Dit is van belang omdat anders de toepassing van geldgroei-normen niet stabiliserend maar juist destabiliserend zal werken. Immers, elke autonome en onvoorziene verschuiving van de geldvraagfunctie zal dan leiden tot een ongewenste verkrapping of verruiming van het monetaire beleid.

In hun evaluatie van het beleid in de jaren 1979-1982 wijzen zowel Axilrod voor de VS als Goodhart voor Engeland op herhaaldelijke verschuivingen van de geldvraag die niet binnen de bestaande modellen konden worden verklaard. In 1982 vormde een aanzienlijke autonome toename van de geldvraag zelfs de directe aanleiding voor de Fed om van stringente beheersing van M_1 af te stappen. Deze toename van de geldvraag stelde immers de Fed voor het dilemma om of vast te houden aan de groeinorm en daarmee een sterk remmende invloed op de toch al zwakke conjunctuur uit te oefenen, of de geldvraag te accommoderen en daarmee te riskeren dat de zich juist herstellende geloofwaardigheid weer zou worden aangetast. Op deze manier werd de Fed dus de dupe van de monetaristische geest die zij zelf uit de fles had laten ontsnappen door haar geloofwaardigheid te verbinden aan het bereiken van vooraf aangekondigde geldgroei-normen. Wijselijk heeft de Fed besloten om van het mechanische, op M_1 gefixeerde, geldgroei-beleid af te stappen en de gestegen geldvraag te accommoderen. Het resultaat hiervan was dat M_1 van midden 1982 tot midden 1983 met $11\frac{1}{2}\%$ toenam, terwijl de doelzone voor deze grootheid tussen $2\frac{1}{2}\%$ en 5% groei lag.

Dergelijke verschuivingen in de geldvraag hebben zich ook in andere landen voorgedaan. Ook De Nederlandsche Bank

is na 1980 geconfronteerd met een sterk oplopende geldvraag en heeft daardoor haar in 1976 geformuleerde doelstelling van geleidelijke verlaging van de liquiditeitsquote moeten opgeven. Kortweg benadrukte evenwel dat het hier een structurele vergroting van de geldvraag betrof. Naar zijn mening heeft De Nederlandsche Bank er dan ook goed aan gedaan om deze geldvraag te accommoderen.

Als belangrijkste oorzaak van de toegenomen instabiliteit van de geldvraag wordt vooral in de Angelsaksische landen de invoering van financiële innovaties gezien. De belangrijkste innovaties zijn de introductie van allerlei rekening-courantvormen die een concurrerende geldmarktrente bieden enerzijds, en de ontwikkelingen in het middelenbeheer van ondernemingen anderzijds. Vooral in de VS, waar traditioneel geen rente vergoed mocht worden op rekening-courant-tegoeden („regulationing”), hebben nieuwe rekeningvormen een enorme vlucht genomen. De in 1978 geïntroduceerde „NOW” (Negotiable Order of Withdrawal)-rekening maakt nu al 30% van M_1 uit. Door deze innovaties moest niet alleen de definitie van M_1 herhaaldelijk herzien worden, maar veranderde ook de economische betekenis van M_1 en daarmee ook de vraagfunctie van M_1 .

Sinds Schumpeter weten we dat innovaties niet uit de lucht komen vallen, maar voortvloeien uit de economische omstandigheden. Het lijkt geen twijfel dat deze vernieuwingen voor een belangrijk deel aan de werking van de *Wet van Goodhart* moeten worden toegeschreven. Deze wet luidt dat wanneer het beleid zich op een bepaalde variabele gaat richten, de relaties tussen deze variabele en andere economische grootheden structureel zullen veranderen. De pogingen om de geldhoeveelheid (M_1 in de VS, M_3 in Engeland) te beheersen, vormen hiervan directe illustraties. Zodra de centrale banken een bepaalde M bewust trachten te sturen door het opleggen van reserveverplichtingen en manipulatie van de reserves zoals in de VS, of door het toepassen van directe restricties, zoals herhaaldelijk is geprobeerd in Engeland, zullen banken hun gedrag veranderen en naar wegen zoeken om deze belemmeringen op hun vrijheid van handelen te ontwijken. Dit kan leiden tot bijvoorbeeld het ontstaan van nieuwe rekeningvormen die buiten de regelingen vallen, of tot „disintermediation”, d.w.z. het verrichten van transacties buiten de balansen van het bankwezen om. Het zal duidelijk zijn dat de beheersing van de geldhoeveelheid dan voornamelijk optisch wordt en derhalve geen betrouwbaar middel meer is om de economie te sturen.

Naast deze algemene verklaring zijn er ook meer specifieke oorzaken van het hoge tempo van financiële innovatie aan te geven, zoals de hoge rente, de toegenomen onzekerheid en de concurrentieslag tussen Amerikaanse banken om deposito's van ingezetenen.

Nederland

Ook in Nederland is de centrale bank niet van problemen rond het geldbegrip gespaard gebleven. Zoals bekend wordt bij het „grote” monetaire beleid van De Ne-

derlandsche Bank al sinds jaar en dag de liquiditeitsquote (M_2/Y) als centrale indicator en intermediaire doelvariabele gehanteerd. In zijn bijdrage wijst Fase op verschillende problemen met betrekking tot deze intermediaire doelvariabele. Hij vraagt zich zelfs af of het voortdurend misen van de beleidsdoelstellingen niet voor een deel samenhangt met de keuze van deze doelvariabele. Een eerste probleem met de liquiditeitsquote als doelvariabele is dat de cijfers pas laat beschikbaar komen en bovendien meestal nog verschillende malen worden herzien, met name doordat de cijfers voor het nationaal inkomen geregeld worden bijgesteld. Voorts vraagt Fase zich af of deze doelvariabele wel voldoende rekening houdt met de gevolgen van financiële vernieuwingen voor het „liquiditeitsgehalte” van de verschillende componenten van M_2 . In dit verband kan o.a. worden gewezen op de problemen die zich regelmatig voordoen bij verschuivingen tussen spaartegoeden en termijndeposito's, waardoor De Nederlandsche Bank wordt gedwongen om een wat kunstmatige correctie op de liquiditeitsquote toe te passen.

Als mogelijk alternatief voor het traditionele liquiditeitsbegrip onderzoekt Fase een zogenaamde „Divisia”-index. Bij deze index worden de verschillende componenten van M_2 niet meer zonder meer bij elkaar opgeteld, maar gewogen met een factor die hun liquiditeitsgehalte aangeeft. Als indicator voor deze factor neemt Fase het renteverskil met niet-liquide financiële activa, i.c. langlopende particuliere leningen. Het idee hierachter is dat dit renteverskil een maatstaf vormt voor het offer dat het publiek over heeft voor de liquiditeitsdiensten van het betreffende activum.

Een opvallende uitkomst van Fase's berekeningen van deze Törnquist-Theil-divisia-index voor Nederland is dat deze na 1970 aanzienlijk achterblijft bij de traditionele M_2 . Terwijl deze laatste sinds 1970 met gemiddeld $10,5\%$ is gegroeid, nam de divisia-index slechts met gemiddeld $7,9\%$ per jaar toe. Op grond hiervan concludeert Fase dat het monetaire beleid in deze periode mogelijk restrictiever is geweest dan tot nu toe op basis van de cijfers voor de liquiditeitsquote werd aangenomen.

Beheersbaarheid van de geldhoeveelheid

Naast de problemen met de geldvraag zijn ook de problemen met de eerste basisveronderstelling van het systeem van geldgroei-doelstellingen, de beheersbaarheid van de geldhoeveelheid, ernstiger gebleken dan men had gehoopt. Deze problemen hangen direct samen met het feit dat, zoals Kaldor in zijn lezing vurig betoogde, geld een *endogene* grootheid is. In het huidige systeem, dat gebaseerd is op kredietgeld, bepaalt niet de centrale bank, maar het publiek hoeveel geld het aanhoudt. De centrale bank kan hier slechts indirect invloed op uitoefenen, namelijk door het meer of minder aantrekkelijk te maken om vermogen in geldvorm aan te houden. Goodhart wees erop dat verschillende ontwikkelingen het voor de centrale bank steeds moeilijker hebben gemaakt om dit gedrag van het publiek op een betrouwbare wijze te beïnvloeden.

Het traditionele middel om de geldhoeveelheid te sturen is via de rentestand. Nu echter op veel geldvormen een geldmarkt-rente wordt vergoed is de rente-elasticiteit van de geldvraag sterk afgenomen. In Engeland wordt zelfs vaak een omgekeerd verband waargenomen: een verhoging van de rente gaat dan samen met een toename van de geldhoeveelheid. Dit kan met name voorkomen wanneer de rente op termijn-deposito's (die wel tot M_2 en M_3 behoren) na de rentestijging op de geldmarkt sneller wordt aangepast dan die van concurrerende niet-monetaire activa, zodat het (tijdelijk) voordelig is om vermogen voor een groter deel in monetaire vorm aan te houden. Iets dergelijks kan zich voordoen wanneer de marge tussen kredietrente en geldmarktrente door concurrentie of door trage aanpassing van de kredietrente wordt gereduceerd, waardoor het voor het publiek nauwelijks meer de moeite loont om geld te gebruiken voor aflossing van kredieten. Bij een negatieve marge kan het zelfs financieel voordelig worden om krediet op te nemen en tegen een hogere rente in geldvorm aan te houden. Goodhart noemt dit het verschijnsel van „round-tripping”.

Met deze voorbeelden wordt duidelijk geïllustreerd dat beheersing van de geldhoeveelheid niet plaatsvindt door beïnvloeding van het renteniveau maar van de rentestructuur. Dit geldt des te meer in een open economie, waar het niveau van de rente grotendeels wordt bepaald door de internationale rente en de wisselkoersverwachtingen. In feite zou men in Kesslers terminologie kunnen zeggen dat het „kleine” monetaire beleid zich richt op het renteniveau en het „grote” monetaire beleid op de rentestructuur.

Voor de beheersing van de rentestructuur en daarmee van de geldhoeveelheid kunnen in principe twee methoden worden gevolgd. De eerste is die van *directe* restricties op de kredietverlening van banken of restricties in de vorm van reserveverplichtingen op de monetaire passiva van banken. De ervaringen in Engeland en de VS met deze directe vormen van beheersing zijn weinig positief; ze hebben een nogal dirigistisch karakter en kunnen in praktijk in belangrijke mate worden omzeild. In Engeland, waar traditioneel altijd een hang heeft bestaan naar vormen van directe beheersing, lijkt deze methode om deze redenen nu geheel te worden afgezworen. Iets anders ligt dit in landen als West-Duitsland en Nederland waar een hechtere samenwerking – of iets minder eufemistisch: kartellisatie – bestaat tussen de banken. In deze landen kan ontwijkend gedrag redelijk effectief worden tegengegaan, zodat directe restricties een belangrijk „extra instrument” (Kessler) kunnen vormen voor de beheersing van de geldhoeveelheid. Niettemin wordt ook in deze landen gezocht naar een minder dirigistische benadering. In dit verband is Kesslers voorstel interessant om het in Nederland gehanteerde systeem van kredietplafonnering te vervangen door een minder star systeem, waarin de geldscheppende instellingen een soort „straf”-deposito krijgen opgelegd naar rato van de omvang van hun netto liquiditeitscreatie. Door het percentage van dit verplichte deposito te variëren kan De Nederlandsche Bank dan de geldschepping

desgewenst remmen of stimuleren.

De tweede beheersingsmethode is meer *indirect* en houdt in dat de rentestructuur wordt beïnvloed via de schuldpolitiek van de overheid en de openmarktpolitiek van de centrale bank. In Engeland is men in de afgelopen jaren op deze methode overgestapt. Om de sterke geldgroei af te remmen heeft de Britse overheid haar beroep op de kapitaalmarkt sterk vergroot, om daarmee de lange rente relatief te verhogen, zodat het publiek wordt overgehaald om zijn vermogen voor een groter deel in lange, niet-monetaire vorm aan te houden. Het beroep van de overheid is zelfs zo groot geweest dat aanzienlijke „overfunding” van het financieringstekort heeft plaatsgevonden. Met de opbrengst hiervan zijn op grote schaal (korte-) schuldbekennissen van particuliere sector („bills”) gekocht, zelfs in zulke mate dat thans volgens Goodhart van het probleem van de „bill mountain” kan worden gesproken.

Men kan zich overigens afvragen of ook niet in Nederland een beetje van het Engelse recept wordt geproefd. Immers, zoals uit het tweede kwartaalbericht van 1984 blijkt doet ook de Nederlandse overheid een aanzienlijk groter beroep op de kapitaalmarkt dan noodzakelijk is voor de dekking van het financieringstekort. Tussen midden 1983 en midden 1984 heeft de overheid per saldo f. 5,8 mrd. te veel aan middelen aangetrokken. Dit tot ongenoegen van Kessler, die zich zorgen maakte over het effect van de hierdoor verhoogde kapitaalmarktrente op de investeringsgeneigdheid van de ondernemers.

Het monetaire beleid na 1982

Het jaar 1982 vormde voor de meeste westerse economieën het dieptepunt van de conjunctuurbeweging. De groei was in dat jaar negatief en de werkloosheid bereikte een ongekende hoogte. Daar stond tegenover dat de inflatie sinds de jaren zestig niet meer zo laag was geweest. Toch kan niet worden gesteld dat er sindsdien van een stabiel prijsklimaat sprake is. Integendeel, veel signalen wijzen op ernstig verstoorde prijzen: de rente is abnormaal hoog, zeker in reële termen; de wisselkoersverhoudingen zijn niet evenwichtig, waarbij vooral de overwaardering van de dollar opvalt, en ook de verwachtingen omtrent toekomstige prijzen lijken weinig evenwichtig. Voorts is het de vraag of de inflatie ook structureel is teruggedrongen. Zo wees de oud-secretaris-generaal van de OECD, Van Lennep, er in zijn lezing op dat in vergelijking met eerdere conjunctuurcycli de teruggang in de inflatie geenszins uitzonderlijk is.

Al met al kan worden geconcludeerd dat het monetaire beleid weliswaar succesvol is geweest in het terugdringen van de inflatie, maar dat het niet geslaagd is in zijn ruimere doelstelling van het creëren van een stabiel prijsklimaat. Dit laatste was mede het gevolg van de problemen die de stringente beheersing van de geldgroei met zich meebracht, waardoor het beleid in veel opzichten eerder *destabiliserend* dan *stabiliserend* was.

Als gevolg van deze problemen kan na 1982 een accentverschuiving in het monetaire beleid worden geconstateerd van

strikte toepassing van geldgroei-doelstellingen naar ruimere interpretatiekaders. Tevens proberen de centrale banken de rol van de monetaire politiek wat naar de achtergrond te schuiven. Algemeen werd benadrukt dat het monetaire beleid wel voorwaarden kan scheppen voor economisch herstel, maar dat het, zoals Van Lennep het uitdrukte, „op zich zelf geen blijvend economisch herstel kan genereren”. Nu de taak van inflatievermindering lijkt vervuld, is het de beurt aan de andere vormen van economische politiek om problemen op te lossen, zo lijkt de redenering van de meeste centrale bankiers. Het monetaire beleid wordt niet verantwoordelijk geacht voor de resterende onevenwichtigheden. In dit verband is het tekenend dat de meeste vertegenwoordigers van centrale banken eensluidend waren in hun oordeel dat de hoge rente in de eerste plaats moet worden toegeschreven aan het expansieve begrotingsbeleid in de VS, en niet aan monetaire oorzaken.

Wat betreft de oorzaken achter de overwaardering van de dollar bestond er minder duidelijkheid. Lamfalussy en Axilrod verklaarden de reële dollarkoersstijging vooral uit de gewijzigde preferenties voor dollarbeleggingen. Dat die wijziging in de preferenties samenhangt met het gewijzigde monetaire beleid werd overigens door hen vanzelfsprekend niet ontkend. Buiten daarentegen schreef de appreciatie van de dollar vooral toe aan het expansieve begrotingsbeleid en de rentestijging die dat met zich heeft meegebracht.

Al met al zien de meeste centrale bankiers geen rol weggelegd voor het monetaire beleid voor de oplossing van de resterende onevenwichtigheden. Het enige dat de monetaire autoriteiten nog te doen staat is een stabiele koers te handhaven en de geldgroei onder controle te houden. Het formuleren van geldgroei-doelstellingen wordt daarbij ondanks alle gesignaleerde beperkingen zinvol geacht. Goodhart benadrukte dat het belang van een „precommitment” van het monetaire beleid hoe dan ook belangrijk is om, zoals hij dat uitdrukte, het gevaar van „randomization” tegen te gaan. Axilrod en Schlesinger zagen de monetaire doelstellingen ondanks alles als de beste bescherming tegen verstoringen in de vraag naar goederen. Axilrod wees er in dit verband op dat de geldvraagfunctie sinds 1983 weer een stabiel karakter lijkt te hebben gekregen.

De oplossingen voor de externe onevenwichtigheden werden in het verlengde gezocht van de binnenlandse beleidsopties. Schlesinger stelde concreet het volgende beleidsprincipe voor: de centrale banken van grote landen met sterke munten moeten een krachtige greep houden op de ontwikkeling van hun binnenlandse geldhoeveelheid, terwijl de kleinere landen en de landen met hoge inflatie hun munten moeten vastkoppelen aan deze „harde” valuta's. In zo'n stelsel kan het publiek overal overtuigd zijn dat de inflatie definitief onder controle wordt gebracht.

Dit klinkt prachtig, maar een nog onopgelost probleem hierbij is, zoals Lamfalussy naar voren bracht, hoe in een onevenwichtige situatie als de huidige beoordeeld moet worden wat een stabiele monetaire koers is. Welke dosering van het monetaire beleid is precies gewenst? En, hoe moet be-

waarschuwing van Van Lennep dat de sterke geldgroei in een aantal landen moest worden gekeerd, omdat anders de fouten uit het verleden zouden worden herhaald, namelijk een te ruime geldvoorziening te lang volgehouden in de opgaande fase van de conjunctuurcyclus. De vertegenwoordigers uit de afzonderlijke landen beoordeelden daarentegen het beleid niet als te ruim. Zo wezen Axilrod en Korteweg op een structurele verschuiving van de geldvraag die naar hun idee terecht was geaccomodeerd.

Buiter ging nog een stap verder en vroeg zich af of niet het keynesiaanse kind met het monetaristische badwater dreigt te worden weggespoeld. Ook hij erkende dat in het verleden fouten waren gemaakt in het conjunctuurstabiliserende beleid, maar naar zijn mening zou in de huidige omstandigheden een vraagstimulerend beleid serieus overwogen moeten worden. In een theoretische exercitie liet hij zien dat in een keynesiaanse wereld met prijs- en inflatiestarheid, een eenmalige verruiming van de geldhoeveelheid in combinatie met fiscale maatregelen, o.a. verlaging van de indirecte belastingen, de maatschappelijke kosten van aanpassing naar een lager inflatiepeil aanzienlijk kan verlagen. Alleen in een „Classical Wonderland” waar het prijsmechanisme perfect werkt, zou met een structureel geldgroei-beleid kunnen worden volstaan. In de reële wereld is echter een meer genuanceerd monetair beleid op z'n plaats, aldus Buiter. Hij beëindigt zijn paper dan ook met de (pessimistische) zinsnede dat nu serieuze onderzoekspogingen in gang moeten worden gezet om zinvolle be-

paald worden of het monetaire beleid ruim of krap is? Tekenend was in dit verband de leidspakketten te ontwikkelen voor de periode na de volgende uitbarsting van inflatie, wanneer het terugdringen van de inflatie opnieuw tot hoogste beleidsprioriteit wordt verklaard.

Slotopmerkingen

Sinds 1982 heeft de monetaire politiek veel van de duidelijkheid van de periode 1979-1982 verloren. Officieel belijden de centrale banken nog wel het pragmatisch-monetarisme en worden de geldgroei-doelstellingen nog steeds gepresenteerd als de kern van het beleid. In de praktijk is het echter erg moeilijk vast te stellen in hoeverre de centrale banken de voorschriften van het pragmatisch-monetarisme ook werkelijk volgen. En met name of zij deze zullen blijven volgen wanneer zich in de toekomst nieuwe problemen voordoen. Hoe zullen de monetaire autoriteiten bij voorbeeld handelen wanneer de inflatie weer opleeft, of wanneer de internationale beleggers de dollar minder goedgezind worden? Wat betreft het eerste geval, de opleving van de inflatie, was de teneur op de conferentie dat deze niet zal worden geaccomodeerd. Veel moeilijker ligt het bij het tweede geval. Met name vraagt men zich af hoe de monetaire autoriteiten in de verschillende landen zich bij een verschuiving van de preferenties ten nadele van de dollar zullen opstellen. Zullen de Fed en de Bundesbank dan vasthouden aan hun interne monetaire doelstellingen, en daarmee een harde val

van de dollar riskeren? Of zullen zij bereid zijn deze op te offeren aan de gewenste „zachte landing” van de dollar? Dat de dollar terug moet leek door iedereen als feit te worden geaccepteerd, ook door Axilrod. Maar op de vraag: hoe en wanneer, bleven de conferentiedeelnemers het antwoord schuldig.

Wat wel duidelijk is, is dat de centrale banken de ruimte voor discretionaire maatregelen sinds 1982 aanzienlijk hebben vergroot. Niet alleen worden de geldgroei-doelstellingen minder strikt gehanteerd, maar tevens is de interpretatie van deze doelstellingen veel moeilijker gemaakt doordat nu doelstellingen voor meerdere geldbegrippen simultaan worden gehanteerd. Zo wordt in de VS nu naast M_1 ook rekening gehouden met de normen voor M_2 , M_3 en het zeer ruime begrip van totale schuld van de niet-financiële sector.

Of de ruimte voor discretionair beleid ook zal worden benut voor het nastreven van andere doelstellingen dan prijsstabiliteit zal pas blijken wanneer er zich serieuze conflicten tussen zullen voordoen. Zolang het economisch herstel zich „vanzelf” gunstig blijft ontwikkelen blijven deze problemen onder de oppervlakte en kunnen de monetaire autoriteiten zich rustig beperken tot het bewaken van de monetaire voorwaarden voor economisch herstel.

**Casper van Ewijk
Annette Deckers**