

De onafhankelijkheid van het Federal Reserve System

SYLVESTER C.W. EIJJFINGER, hoogleraar aan de Universiteit van Tilburg

Achttien jaar geleden werkte ik als *visiting scholar* bij de Board of Governors van het Federal Reserve System (Fed) in Washington, D.C. Zo mocht ik van binnenuit meemaken hoe de Amerikaanse centrale bank zijn monetair beleid voorbereidde, formuleerde, uitvoerde en verdedigde in het Amerikaanse congres. In die tijd had ik ook discussies met de beleidsmakers over de onafhankelijkheid van de Fed. Daarbij werd mij verteld dat de Fed *independent within government* was. Dat is moeilijk te begrijpen. Je bent óf helemaal onafhankelijk van de regering, óf absoluut niet. De Fed heeft altijd een ambigue positie ten opzichte van de regering ingenomen. Daarbij hing haar positie steeds af van de persoonlijke onafhankelijkheid van de voorzitter. Paul Volcker was in de jaren tachtig een onafhankelijke voorzitter. Zijn opvolger Alan Greenspan liet zijn oren daarentegen meer naar Wall Street hangen. Ben Bernanke, de huidige voorzitter van de Fed, lijkt zijn onafhankelijkheid geheel te hebben verspeeld.

Kwantitatieve verruiming

Onder invloed van de naderende presidentsverkiezingen twee jaar geleden heeft Bernanke niet afgewacht wat de effecten van de al doorgevoerde renteverlagingen waren. Hij had immers haast, mede gezien zijn gewenste herbenoeming als voorzitter. Daarmee was de Fed in een positie gekomen, waarin zij wel gedwongen was haar toevlucht te nemen tot onorthodoxe maatregelen, zoals kwantitatieve verruiming, het tijdelijk opkopen van overheidsobligaties en het bespelen van het kredietkanaal, alsof er nog sprake is van gesegmenteerde kredietmarkten. Bernanke heeft als hoogleraar veel gepubliceerd over de Grote Depressie uit de jaren dertig van de vorige eeuw en over het kredietkanaal (Bernanke en Gertler, 1995). Hij meende het juiste antwoord op deze crisis te weten. De kwantitatieve verruiming en de interventie in de kredietmarkten werden als oplossing gebruikt. Ondertussen is bekend dat het effect van deze onorthodoxe maatregelen vrijwel nihil is. Wat resteert, is een drie- of viervoudige opgeblazen balans van het Federal Reserve System, met alle gevolgen van dien voor de verwachte inflatie wanneer deze recessie voorbij is. Nu beweren vooral Angelsaksische bankiers en economen dat deze overliquiditeit snel genoeg door de centrale bank kan worden geabsorbeerd. Technisch is dit inderdaad het geval, maar politiek lijkt dit zeer onwaarschijnlijk. Zoals William McChesney Martin, een voorganger van Bernanke, ooit opmerkte: *"It's the task of the central bank to take the punch bowl away, when the party is still going."* Hoe vaak je de politici duidelijk dat de tijd voor renteverhogingen is aangebroken, terwijl de economische opleving nog niet volledig zichtbaar is? De centrale bankier wordt al gauw ervan beschuldigd het economisch herstel in de kiem te hebben gesmoord. Centrale bankiers

zijn als gevolg van risicoaversie geneigd te lang te wachten met noodzakelijke renteverhogingen. Daardoor lopen centrale banken meestal achter: zij gaan pas over tot restrictief monetair beleid als de opgelopen inflatieverwachtingen reeds zijn uitgekomen.

Nachtmerriescenario

In de Verenigde Staten is er inmiddels zo'n overliquiditeit gecreëerd, dat het gevaar van vijf of zes procent inflatie op jaarbasis levensgroot aanwezig is. Bij dergelijke inflatiepercentages kan een acceleratie van het inflatietempo gaan optreden. Bovendien bestaat er ook nog de kans van sterke politieke druk op de centrale bank om begrotingstekorten monetair te financieren. De centrale bank intervineert dan niet alleen in de kapitaalmarkt, maar bemoeit zich ook, door de monetair financieren, met het begrotingsbeleid. Daarmee verliest de centrale bank niet alleen zijn politieke onafhankelijkheid, maar ook zijn financiële onafhankelijkheid. Dit is het nachtmerriescenario van de jaren zeventig van de vorige eeuw, waarvan de Fed op dit moment niet ver meer verwijderd is. De prijs van het verlies van onafhankelijkheid zal niet alleen veel hogere verwachte inflatie zijn, maar ook veel hogere nominale rentevoeten, met alle gevolgen van dien voor de economische groei en werkgelegenheid op lange termijn. Deze hoge inflatie en hoge nominale rentevoeten kunnen alleen worden teruggedrongen door een kostbaar en pijnlijk proces van desinflatie, met een lage economische groei en een hoge werkloosheid.

Als er ooit onafhankelijke centrale banken nodig waren, sinds Paul Volcker als voorzitter van de Fed de Grote Inflatie van de jaren zeventig brak, dan is dat nu wel.

Duiven en haviken

Onafhankelijke centrale banken zijn van cruciaal belang voor prijsstabiliteit. Talloze onderzoeken wijzen uit dat de inflatie in een land of valutagebied laag is en niet zo hevig schommelt (Cukierman, 1992; Eijffinger en De Haan, 1996). Hogere inflatie zou Europese en Amerikaanse politici goed uitkomen omdat hoge inflatie een deel van de enorme staatsschulden weginfleert. En juist in deze cruciale tijden zijn of worden de hoofdspelers bij de centrale banken vervangen. Gezien de manier waarop dat reeds is gebeurd en de voortekenen voor de toekomstige vervangingen, is er alle reden om bezorgd te zijn. Eind vorig jaar werd Ben Bernanke voor een nieuwe termijn van vier jaar benoemd, die in februari van dit jaar inging. Dat gebeurde nadat hij zich erg coöperatief heeft opgesteld richting de Amerikaanse politici. Met recht kan gesteld worden dat in de eerste jaren onder Bernanke de onafhankelijkheid van de centrale bank zeker is verminderd. Recentelijk benoemde president Barack Obama de 'duiven' Janet Yellen en

Sarah Bloom Raskin als vice-voorzitter respectievelijk directielid van de Fed. Twee jaar geleden benoemde Obama ook al de voormalig bankier Elizabeth Duke als directielid. Het Fed-bestuur, dat uit zeven directieleden bestaat en jarenlang onderbezet was, telt op dit moment zes leden. Dat geeft Obama nog ruimte voor een benoeming. Wanneer Obama deze nieuwe bestuurder voordraagt, zal hij dus in totaal vijf van de zeven directieleden van de Fed hebben benoemd in nauwelijks drie jaar na zijn aantreden. De 'duiven' onder de centrale bankiers hechten minder zwaar aan het bestrijden van inflatie en geven de voorrang aan het stimuleren van de economie op de korte termijn. De 'haviken' onder de centrale bankiers geven juist de hoogste prioriteit aan inflatie bestrijden. Waar Obama niets over te zeggen heeft, zijn de presidenten van de regionale centrale banken in de Verenigde Staten. Die zijn belangrijk, omdat vijf van hen ook stemrecht hebben binnen het beleidsbepalende Federal Open Market Committee (FOMC). Doorgaans leggen die regionale Fed-presidenten meer nadruk op het bestrijden van inflatie. Het is niet voor niets dat de eerste Fed-bestuurders die onlangs openlijk voor renteverhogingen pleitten en ook duidelijk zeggen dat de Fed moet beginnen met het afbouwen van de kwantitatieve verruiming en het verhogen van de rente, regionale Fed-presidenten zijn. Wie de president van een regionale centrale bank in de Verenigde Staten wordt, bepaalt die regionale centrale bank zelf. Maar die moet kiezen uit enkele kandidaten die goedgekeurd moeten worden door het Fed-bestuur. Er is een groot gevaar dat de voornamelijk door Obama benoemde bestuursleden in Washington D.C. bij nieuwe benoemingen van de regionale Fed-presidenten alleen 'duiven' als opties aandragen.

Splitsing

Wat nu? Over die vraag en het juiste antwoord ging het eind augustus tijdens de jaarlijkse prestigieuze conferentie van de centrale bankiers in het Amerikaanse pittoreske wintersportplaatsje Jackson Hole in de staat Wyoming. De toespraak van Bernanke tijdens deze conferentie werd algemeen als teleurstellend ervaren (Bernanke, 2010). Toen in 2008 de ergste financiële en economische crisis uitbrak, reageerden de centrale banken uit Europa en de Verenigde Staten op dezelfde wijze. De officiële rentes werden snel gekort naar ongekend lage niveaus. De centrale banken kochten staatsobligaties en propten de commerciële banken vol met honderden miljarden euro's, dollars en ponden. Dat alles deden ze om de financiële instellingen overeind te houden en de economieën te behoeden voor een herhaling van de Grote Depressie. Er was toen maar één pad dat de centrale banken konden bewandelen. De tussenconclusie tot nu toe luidt dat al die ingrepen een nieuwe Grote Depressie hebben voorkomen. NDS 1916

Ondertussen zijn de centrale banken echter bij een splitsing gekomen. Eén weg leidt naar nog meer monetair stimuleren, in de hoop dat die economieën daardoor niet in een tweede recessie zullen vervallen en daarna weer voldoende zullen groeien. De tweede weg is om de aanwezige overliquiditeit geleidelijk aan af te romen en het monetair beleid te normaliseren. Het Federal Reserve System neigt ertoe de eerste route te nemen; de Europese Centrale Bank (ECB) kiest voor de tweede weg. Deze keuze van de ECB houdt ook verband met haar onafhankelijke positie en haar mandaat van prijsstabiliteit (De Haan *et al.*, 2005). Daarmee geeft alleen de ECB het juiste antwoord op de vraag 'wat nu?'. Het beleid van bijzonder lage officiële rentes, gecombineerd met de belofte die rentes op dat niveau lang te handhaven, zal in de nabije toekomst tot een luchtbel leiden, met als gevolg een uit de hand lopende inflatie, ook van financiële activa. Er rest niets anders dan de buitengewone maatregelen af te bouwen en de rente te verhogen om de economieën voor een nog groter kwaad te behoeden. Het alternatief is niets veranderen en een nog ruimer rentebeleid voeren, waardoor de centrale banken de volgende crisis die eraan zit te komen zonder monetair instrumenten te lijf zullen moeten gaan. Gezien de inflatiecrisis die dan over enkele jaren onvermijdelijk volgt, zal de wereld opnieuw een periode van stagflatie gaan beleven, zoals in de jaren zeventig van de vorige eeuw, met tegelijk lage economische groei, oplopende werkloosheid en stijgende inflatie. De enige remedie is dan het voorbeeld van Paul Volcker te volgen. Hij verhoogde in het begin van de jaren tachtig van de vorige eeuw de rente drastisch en stortte de Amerikaanse economie in een diepe recessie. Zonder hem had de Amerikaanse economie zeker met een hyperinflatie te maken gehad. Het zorgelijke is dat een centrale bankier van de statuur van Volcker nergens te bekennen is. De onafhankelijkheid van de Fed bestaat zelfs niet meer 'binnen de regering' en is onder Bernanke zwaar beschadigd.

LITERATUUR

- Bernanke, B. (2010) *The economic outlook and monetary policy. Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City economic symposium, Jackson Hole, Wyoming, 27 augustus.*
- Bernanke, B. en M. Gertler (1995) *Inside the black box: the credit channel of monetary transmission mechanism. Journal of Economic Perspectives, 9(4), 27-49.*
- Cukierman, A. (1992) *Central bank strategy, credibility, and independence.* Cambridge Mass.: The MIT Press.
- Eijffinger, S. en J. de Haan (1996) *The political economy of central bank independence. Princeton special papers in international economics, 19.*
- Haan, J. de, S. Eijffinger en S. Waller (2005) *The European Central Bank: credibility, transparency, and centralization.* Cambridge Mass.: The MIT Press.