

# P-star: de feniks van het monetarisme?

In de eerste helft van de jaren tachtig is het monetarisme in diskrediet geraakt door de negatieve ervaringen met de veronderstelde stabiliteit van de vraag naar geld in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten<sup>1</sup>. Nu lijkt deze theoretische stroming echter weer langzaam uit het dal omhoog te kruipen. Milton Friedman verkondigt zijn leerstellingen alsof er niets gebeurd is<sup>2</sup>. Ook een studie die begin dit jaar is verschenen bij de Board of Governors van het Federal Reserve System lijkt het monetarisme weer nieuw leven in te blazen<sup>3</sup>. Op verzoek van Fed-voorzitter Alan Greenspan is een indicator ontwikkeld die beoogt de lange-termijn-effecten van de huidige geldaanbodcondities te beoordelen<sup>4</sup>. Deze P\* (spreek uit: P-Star) schijnt inmiddels al een rol te hebben gespeeld bij de recente versoepeling van het monetaire beleid in de Verenigde Staten.

In dit artikel onderzoeken we de gebruiksmogelijkheden van deze indicator en bekijken we of hij kan bijdragen aan de wedergeboorte van het monetarisme.

## P-Star

De Fed-studie start met de constatering dat de omloopsnelheid van het geldaggregaat M2 sinds 1955 relatief stabiel is, zeker als deze wordt vergeleken met die van het in het verleden veel gebruikte aggregaat M1. Gebruik makend van een variant van de bekende verkeersvergelijking van Fisher ontstaat een relatief betrouwbaar lange-termijnverband tussen M2 en het prijsniveau. De volgende formule vormt het uitgangspunt van de analyse:

$$P^* = M2 \cdot V^* / Q^*$$

Het lange-termijn-evenwichtsprijsniveau P\* is het prijsniveau dat consistent is met de huidige waarde van M2, de lange-termijn-evenwichtswaarde van de omloopsnelheid van M2 (V\*) en de huidige waarde van het potentiële reële bnp (Q\*). Het potentiële bnp is de productie die gegenereerd wordt bij volledige benutting van de productiefactoren arbeid en kapitaal. Pogingen om de productie verder te verhogen dan dit niveau leiden slechts tot meer inflatie en niet tot meer productie.

Als de ontwikkeling van V\* en Q\* stabiel is, resteert een direct verband tussen M2 en P\*. Dat wil zeggen dat er een relatie bestaat tussen het niveau van M2 en het evenwichtsprijspeil, en niet alleen tussen hun respectieve groeivoeten (geldgroei en inflatie). Het verschil tussen het lange-termijn-evenwichtsprijsniveau P\* en het actuele prijsniveau P wordt gezien als de belangrijkste drijvende kracht achter de inflatie-ontwikkeling. P zal op langere termijn naar P\* toe tenderen. Op korte termijn kan de discrepantie tussen P en P\* worden opgevangen door schommelingen in V en/of Q, die tijdelijk van V\* en Q\* kunnen afwijken, maar uiteindelijk weer op het evenwichtsniveau zullen terugkeren.

Indien P groter is dan P\* ligt een vertraging van het inflatietempo in het verschiet en als P kleiner is dan P\* kan op termijn op een versnelling van het inflatietempo gerekend worden. Bovenin de figuur staan P en P\* getekend en daaronder de afgeleide van P, dat is de inflatie op jaarbasis.

## De stabiliteit van V2

De variaties in de omloopsnelheid in het verleden, die onder meer de bruikbaarheid van M1 als monetaire beleidsvariabele hebben ondermijnd, zijn grotendeels het gevolg geweest van financiële deregulering en renteschommelingen. De omloopsnelheid van M2 werd door deze factoren in mindere mate beïnvloed, hoewel ook voor V2 geldt dat sinds de introductie van de 'money market deposit accounts' (MMDA's) eind 1982 een duidelijke trendbreuk zichtbaar is.

Rentschommelingen hebben de omloopsnelheid van M2 slechts beperkt beïnvloed, omdat de rente op M2-tegoeden de ontwikkeling van de markrente met een niet al te grote vertraging volgt<sup>5</sup>.

## De voorspelkracht van M2

Gebruik makend van het P-Star-concept is het mogelijk met behulp van het verschil tussen P en P\* een voorspelling te doen over de inflatie-ontwikke-

ling op langere termijn. Uit een gevoeligheidsanalyse van deze voorspelling voor veranderingen in de omloopsnelheid blijkt evenwel dat het wel degelijk uitmaakt of gebruik wordt gemaakt van de gemiddelde omloopsnelheid sinds 1955 ( $V^* = 1,6527$ ) of van het trendmatig lagere gemiddelde sinds de introductie van de MMDA's. In het eerste geval is het verschil tussen P\* en P per eind 1988 positief, zodat de conclusie zou luiden dat de inflatie zal toenemen<sup>6</sup>. In het tweede geval is de berekende P\* lager en vrijwel gelijk aan het huidige prijspeil, waaruit zou kunnen worden afgeleid dat geen verdere stijging van het inflatietempo verwacht hoeft te worden. Het is op basis van econometrische technieken niet uit te maken welk geval objectief de voorkeur geniet.

Een kleine bijkomende complicatie bij de praktische toepassing van deze voorspeltechniek is dat in de analyse gebruik wordt gemaakt van de zogenoemde 'implicit price deflator' van het bnp, terwijl in het algemeen voor de inflatie de index van de consumentenprijzen wordt gehanteerd. De ontwikkeling van beide indicatoren loopt niet altijd parallel.

Het belangrijkste probleem is dat op langere termijn altijd rekening moet worden gehouden met nieuwe trendbreuken in V2, die bij voorbeeld het gevolg kunnen zijn van een vooruitgang op het gebied van inflatiebestrijding. Dit zou kunnen leiden tot een permanente daling van de nominale rente en tot een verandering in de vraag naar geld. Het eenvoudige verband tussen M2 en het prijsniveau komt hierdoor op losse schroeven te staan.

Ook over de waarde van het potentiële bnp is discussie mogelijk. Door het Bureau of Economic Analysis is een

1. Zie bij voorbeeld een van de vele critici: D. Smith, *The rise and fall of monetarism*, Middlesex, 1987.

2. Bij voorbeeld M. Friedman, Zeroing in on zero-inflation policy, *Wall Street Journal*, 6 juli 1989.

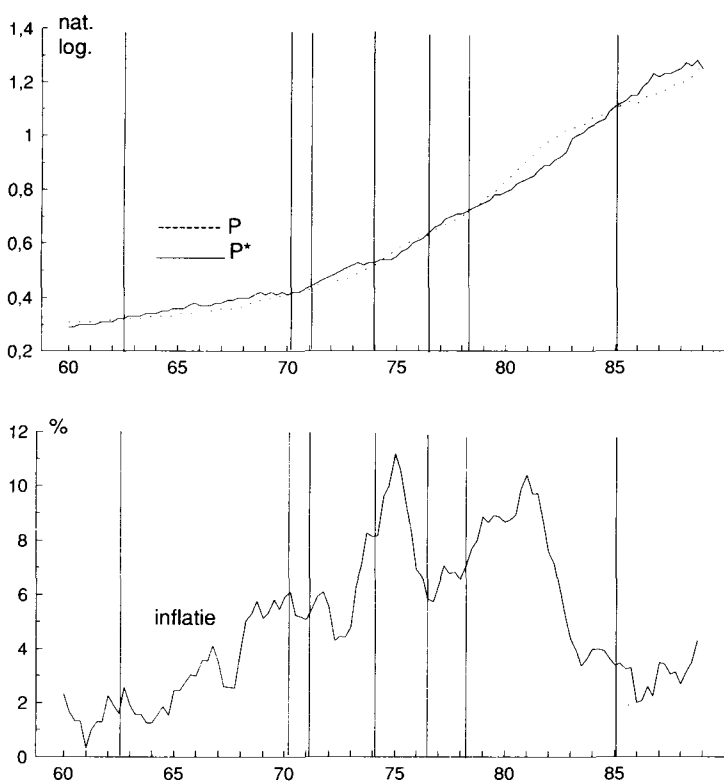
3. J.J. Hallman, R.D. Porter en D.H. Small, *M2 per unit of potential gnp as an anchor for the price level*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C., april 1989.

4. Voor het Verenigd Koninkrijk is op basis van de Fed-studie een vergelijkbare indicator ontwikkeld, die M0 als monetair aggregaat gebruikt. Zie S. Hannah en A. James, *P-Star as a monetary indicator for the UK*, *NatWest Capital Markets*, 16 juni 1989.

5. D.H. Small en R.D. Porter, *Understanding the behavior of M2 and V2*, *Federal Reserve Bulletin*, april 1989.

6. De monetaire verkrapping in de eerste helft van 1989 (M2 groeide slechts met 1,5% op jaarbasis) heeft er inmiddels voor gezorgd dat P\* weer beneden P ligt, zodat bij de door de Fed-staf gehanteerde waarden van Q\* en V\* geconcludeerd moet worden dat een inflatiedaling op komst is. Deze constatering zou een rol kunnen hebben gespeeld bij de in juni-juli genomen beslissing om het monetaire beleid te versoepelen.

Figuur. Het verschil tussen het lange-termijn-evenwichtsprijsniveau  $P^*$  en het actuele prijsniveau  $P$  (1982 = 1) als indicator van de inflatiegraad.



Bron: J.J. Hallman, R.D. Porter, D.H. Small; op. cit.

alternatieve maatstaf voor het potentiële bnp ontwikkeld, die zeker in de laatste jaren belangrijk afwijkt van de in de analyse gebruikte  $Q^*$ . Waarschijnlijk als gevolg van de sterk afgenomen arbeidsproductiviteitsgroei in de VS is  $Q^*$  volgens de alternatieve maatstaf eind 1988 belangrijk lager. De kloof tussen het bnp en het potentiële bnp is daardoor aanzienlijk groter (het bnp ligt nu immers boven het potentiële bnp) zodat een sterkere stijging van de inflatie waarschijnlijk is.

Een laatste probleem wordt gevormd door het feit dat de tijd die verstrijkt tussen enerzijds het moment dat het teken van  $(P^* - P)$  verandert en anderzijds het moment waarop de ommekomst in de inflatie-ontwikkeling zichtbaar wordt, lang en variabel is. Zie de figuur. Vandaar waarschijnlijk dat  $P^*$  uitdrukkelijk als *lange-termijn-indicator* voor de inflatie-ontwikkeling wordt gepresenteerd.

Op kortere termijn kunnen allerlei factoren die niet in de formule zijn opgenomen de voorspelde inflatie-ontwikkeling doorkruisen. Genoemd kunnen worden loonontwikkelingen, rente- en wisselkoersontwikkelingen, olieprijschokken en een eventueel verschil tussen feitelijke en potentiële productie.

De conclusie moet dan ook luiden dat er belangrijke beperkingen zijn aan het gebruik van  $P^*$  door de monetaire

autoriteiten en door de financiële analisten – Fed-watchers – die zich een beeld proberen te vormen van het door de monetaire autoriteiten te voeren beleid.

Hoewel de auteurs van de Fed-studie zelf wijzen op de bovengenoemde korte-termijn-verstoringen, benadrukken zij het belang van een analytisch kader waarin een lange-termijn-beleidsstrategie (meer dan een jaar) kan worden geformuleerd en de vooruitgang bij het streven naar lange-termijn-prijsstabiliteit beoordeeld<sup>7</sup>. De Fed zelf lijkt deze indicator voorzichtig te gaan hanteren. Greenspan maakte onlangs in zijn halfjaarlijkse verslag over het monetaire beleid aan het Congres bekend dat voor de groei van M2 in 1990 wederom een doelzone van 3 à 7 procent zal worden aangehouden. De reden voor het hanteren van een dergelijke grote doelzone is voornamelijk gelegen in de onbetrouwbaarheid van de omloopsnelheid. Bij een niet verder oplopende omloopsnelheid, bij voorbeeld bij een afnemende druk op het prijsniveau of bij minder grote spanningen op de financiële markten, zou volgens Greenspan een geldgroei in de buurt van de bovengrens van de doelzone nodig zijn om de economische groei te ondersteunen<sup>8</sup>. Mocht de inflatie daarentegen verder oplopen, dan zou de nodige monetaire verkrapting via een geldgroei

van 3 procent gerealiseerd kunnen worden.

Het gevaar bestaat dat  $P^*$  een eigen leven gaat leiden in de financiële markten en dat de publikatie van een nieuw cijfer onverwachte reacties oproept. De hectische toestanden die enkele jaren geleden ontstonden als de wekelijkse groeicijfers voor M1 werden bekend gemaakt, zullen in het geval van  $P^*$  niet zo snel optreden, niet in de laatste plaats omdat het hier een kwartaalcijfer betreft. Niettemin kan er op basis van een gepubliceerd cijfer ten onrechte worden verwacht dat er een verandering komt in het beleid van de Fed, hetgeen kan leiden tot aanzienlijke renteschommelingen en eventueel valutaschommelingen.

## Conclusie

Het grootste gevaar verbonden aan een star gebruik van aan de monetaristische school ontleende ideeën zoals  $P^*$  schuilt nog altijd in het verwaarlozen van de implicaties van niet te voorspellen schommelingen in de omloopsnelheid van het geld voor het te voeren monetaire beleid. Er is dan ook geen sprake van een wedergeboorte van het monetarisme in die zin dat er een verantwoord pleidooi gehouden zou kunnen worden voor het gebruik van de door de monetaristen bepleite vaste geldgroeiregel.  $P^*$  is onzes inziens dan ook niet de uit zijn as herrezen en verjongde feniks van het monetarisme.

Gelukkig blijkt de voorzitter van de Federal Reserve Board, Alan Greenspan, zich van deze gevaren bewust en zal de Fed naast de ontwikkeling van de monetaire aggregaten allerlei andere economische en financiële indicatoren blijven gebruiken voor de bepaling van het monetaire beleid.

**Franke Burink**  
**Kees Eitjes**

De auteurs zijn werkzaam op de afdeling Economisch Onderzoek van de Algemene Bank Nederland. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

7. J.J. Hallman, R.D. Porter en D.H. Small, Study summary: M2 per unit of potential gnp as an anchor for the price level, *Federal Reserve Bulletin*, april 1989, blz. 264.

8. Zie P. Riddell, The Fed embarks on a difficult balancing act, *Financial Times*, 21 juli 1989. Merk op dat Greenspan hier een relatie veronderstelt tussen geldgroei en economische groei. Monetair beleid wordt in de VS niet bovenal gebruikt ter bestrijding van de inflatie.