

Pas gematigd monetarisme toe in de eurozone

Het macro-economische beleid in de eurozone werd sinds de financiële en eurocrisis gekenmerkt door een excessief beroep op monetair beleid, terwijl er door overheden een krap budgettair beleid werd gevoerd. Het gematigd monetarisme, een denkkader uit de geschiedenis van het economisch denken in Nederland, biedt handvatten voor een evenwichtigere beleidsmix.

IN HET KORT

- Bezien vanuit het gematigd monetarisme was vóór de coronapandemie het beleid in de eurozone niet zaligmakend.
- Zowel de budgettaire als de loonruimte moet beter benut worden in tijden van beperkte economische groei en lage inflatie.

NIELS VAN KEMENADE

Econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB)

FONS VAN OVERBEEK

Econoom bij DNB

OLAF SLEIJPEN

Directeur Monetair zaken en Hoofdeconoom bij DNB

De macro-economische omgeving in de Economische en Monetaire Unie (EMU) van het afgelopen decennium werd gekenmerkt door periodes van economische tegenwind, aanhoudend lage rentes rond de effectieve ondergrens, inflatie die onder de doelstelling van centrale banken bleef, en door een bij de groei achterblijvende loonstijging. Dit alles vond plaats tegen een achtergrond van de overheden van eurolanden die de budgettaire broekriem aantrokken. Monetair en budgettair beleid werkten zodoende in tegenovergestelde richting.

Mede door deze institutionele architectuur ziet de eurozone zich in de nasleep van de financiële en eurocrisis geconfronteerd met een tekort aan macro-economische stabilisatiecapaciteit. In de EMU zijn er drie belangrijke macro-economische beleidsvelden belegd op verschillende niveaus. Het monetaire beleid wordt op Europees niveau bepaald door de Europese Centrale Bank (ECB). Het loon- en prijsbeleid is een geheel nationale aangelegenheid, zonder noemenswaardige coördinatie tussen lidstaten. Het begrotingsbeleid is op nationaal niveau belegd, maar wel met Europese begrotingsregels die voor enige coördinatie zorgen. Deze taakverdeling maakt maatwerk mogelijk, maar heeft als keerzijde dat het de onderlinge coördinatie kan bemoeilijken. Tegen de achtergrond van een omvangrijke procyclische budgettaire consolidatieslag werden de onderliggende economische onevenwichtigheden slechts beperkt aangepakt. Hierdoor kwamen de productiviteitsverhogende investeringen en hervormingen moeilijk van de grond, en werd de beschikbare loonruimte met mate gebruikt.

Het gevolg van het tekort aan macro-economisch stabilisatiebeleid was dat zowel groei als inflatie in de eurozone persistent laag is gebleven. Dit, ondanks de forse inzet van

onconventionele maatregelen van de ECB. Hoewel de eurozone wat betreft onconventioneel monetair beleid internationaal beslist geen uitzondering vormt, bleef de economische groei achter en was de inflatie lager ten opzichte van andere ontwikkelde economieën. Hierdoor moest het monetaire beleid in een uitdagende macro-economische omgeving alle zeilen bij moest zetten om prijsstabiliteit te bewerkstelligen.

De vraag rijst dan ook hoe de Europese beleidsmix kan worden verbeterd. In dit artikel betogen we dat het gematigd monetarisme, een Nederlands monetair denkkader, veel handvatten biedt.

Gematigd monetarisme

De situatie waarin alle zeilen moeten worden bijgezet om deflatie te voorkomen, roept herinneringen op aan zo'n vijftig jaar geleden, toen de economische situatie gespiegeld was. Destijds was de inflatie persistent hoog, was er sprake van een loon-prijsspiraal en liepen de overheidstekorten op (Middendorp, 2022).

De stagflatie was voor Jelle Zijlstra destijds aanleiding om na zijn aantreden als president van De Nederlandsche Bank (DNB), het denkkader van de bank te verleggen. Waar er tot dan toe een denkkader met nadruk op neutraliteit van geld werd aangehouden, gaven deze nieuwe uitdagingen aanleiding tot een verlegging van de focus naar een bredere set van macro-economische instrumenten.

DNB ging zich steeds explicieter bezighouden met begrotingsbeleid en loon- en prijsbeleid. Al in het jaarverslag van 1968 sprak Zijlstra over de rol van het loon- en prijsbeleid en begrotingsbeleid bij het bedwingen van een inflatiespiraal. Dit denkkader met een focus op drie pijlers – monetair, begrotings- en loon-prijzbeleid – kwam bekend te staan als 'gematigd monetarisme' (Zijlstra, 1985).

De opkomst van het gematigd monetarisme betekende dat er in Nederland geen puur monetairistische reactie was op de stagflatie van de jaren zeventig. In de ogen van DNB-directeur Kessler was de monetairistische benadering te simplistisch. Ook andere bestedingsimpulsen moesten meegenomen worden. Het logische gevolg hiervan was dat er naast monetaire indicatoren ook budgettair beleid een plaats kreeg in de inflatieanalyse van DNB (Kessler, 1975). Dezelfde Kessler was van mening dat bij de juiste diagnose, ook de loonontwikkeling een rol speelde. Om de inflatie tegen te gaan, pleitte Kessler voor een verantwoorde inkomensontwikkeling door een gematigd loon- en prijsbeleid (Beaufort Wijnholds et al., 1990).

Zijlstra vatte het als volgt samen: het monetaire, budgettaire en loon-prijzbeleid moeten elkaars imperfecties corrigeren. Goede resultaten zullen er niet bereikt worden

als een van de drie onderdelen excessief ingezet wordt. Een onafhankelijke centrale bank dient daarom haar steentje bij te dragen door in de andere beleidscomponenten gezonde ontwikkelingen te bevorderen, en zelf een verstandig monetair beleid te voeren (Zijlstra, 1979).

Het gematigd monetairisme verklaart ook de traditie dat De Nederlandsche Bank tevens het begrotingsbeleid en het economisch beleid in bredere zin beschouwt, terwijl in veel andere landen – bijvoorbeeld in Duitsland en de Verenigde Staten – de centrale bank zich traditioneel onthoudt van kritiek op andere beleidsterreinen.

Overigens was de uitvoering van het gematigd monetairisme niet vanuit alle perspectieven een succes. Zo was de inflatie in Nederland in de periode 1967–1981 weliswaar lager dan het OESO-gemiddelde, maar hoger dan in Duitsland. Dit kan verklaard worden door de toen heersende opvatting dat, door de structuur van de Nederlandse economie en de afhankelijkheid van internationale kapitaalmarkten, het monetaire beleid maar binnen zeer nauwe marges effect sorteert op het inflatiepeil (Den Dunnen, 1981). Maar vanuit een modern macroperspectief is een dergelijke relativisering niet risicoloos. Om inflatieverwachtingen te verankeren is het belangrijk dat de monetaire autoriteit – ook als andere beleidsterreinen geen afdoende bijdrage leveren aan een evenwichtige beleidsmix – prijsstabiliteit blijft nastreven. Een dergelijke situatie kan wel gepaard gaan met stevigere monetaire interventies dan anders het geval zou zijn geweest, met grotere bijwerkingen, en met een tragere inflatieconvergentie.

Naar een gematigd monetairisme in de EMU

Doordat de drie pijlers van de macro-economische beleidsmix op verschillende niveaus in de EMU werden belegd, is het denkkader van het gematigd monetairisme op de achtergrond geraakt. Dit is naar onze mening onterecht. Het gematigd monetairisme biedt ook voor de uitdagingen van de afgelopen tien jaar waardevolle inzichten.

Vanuit het gematigd monetairisme bezien was de beleidsmix van vóór de corona in de EMU bepaald niet zaligmakend. Het monetaire beleid zoekt de grenzen van zijn mogelijkheden op, terwijl zich op andere beleidsterreinen onevenwichtigheden bleven opbouwen. Op hoofdlijnen zijn dit budgettaire kwetsbaarheden, saldi op de lopende rekening die divergeren en achterblijvende productiviteit.

De beleidsaanbevelingen van het gematigd monetairisme zijn er juist op gericht om dergelijke onevenwichtigheden te beperken. Zo volgt uit het gematigd monetairisme het belang om de loonruimte te benutten in tijden van beperkte economische groei en lage inflatie. In de eurozone is onbenutte loonruimte vermoedelijk een van de factoren achter de grote overschotten op de lopende rekening van de Noord-Europese landen. Binnen de EMU vergemakkelijkt een gezonde loongroei in de hoogproductieve landen, bij neerwaartse loonrigiditeiten, bovendien de interne relatieve prijsaanpassing. De trend richting flexibele arbeidsmarkten bemoedijkt het benutten van de loonruimte. Zodoende is de oproep om ook dit aspect van het economisch beleid beter inpasbaar te maken in het gematigd monetairisme.

Het gematigd monetairisme impliceert ook dat er in het begrotingsbeleid meer ruimte dient te zijn voor investeringen ten tijde van lage rentes en lage inflatie. Wanneer monetair

en budgettair beleid dezelfde kant op werken, versterken deze elkaars effectiviteit, hetgeen kan bijdragen aan het ontsnappen van de effectieve ondergrens van de rente. In de EMU is de begrotingsruimte echter ongelijk verdeeld. Terwijl sommige landen voldoende begrotingsruimte hebben voor anticyclisch beleid, hebben andere landen deze ruimte amper. Hierdoor komt het gewicht te veel te liggen bij het monetaire beleid.

Daarnaast had de budgettaire ruimte groter kunnen zijn wanneer er in de jaren voor de financiële crisis buffers waren opgebouwd en het beleid dus minder procyclisch was geweest. Op dit vlak kan er vanuit het gematigd monetairisme gepleit worden voor verdere conditionele coördinatie, met inachtneming van de complexiteit en politieke gevoeligheid hiervan.

De ECB blijft, ook gezien door de bril van het gematigd monetairisme, verantwoordelijk voor prijsstabiliteit in de eurozone. Als het begrotings- en loonbeleid niet gediensig zijn aan een evenwichtige beleidsmix, kan het proces van inflatieconvergentie langer duren en gepaard gaan met grotere bijwerkingen. Met andere woorden, het beleid van de ECB had wellicht minder expansief kunnen zijn wanneer het begrotings- en loonbeleid hun bijdrage hadden geleverd. Om te voorkomen dat inflatieverwachtingen op drift raken, dient de ECB echter ook in een dergelijke omgeving haar mandaat van prijsstabiliteit te blijven nastreven.

Tot slot

Wanneer we onszelf gesteld zien voor nieuwe uitdagingen, ontstaat er soms de neiging het wiel opnieuw uit te vinden. En dit terwijl het verleden vaak ook waardevolle handvatten biedt. Een dergelijk langetermijnperspectief is ook in de discussies in het kader van de EMU welkom, gegeven het feit dat de historische context vaak niet verder teruggaat dan Maastricht.

Vanuit het gematigd monetairisme bezien is een evenwichtige macro-economische beleidsmix in de EMU gebaat bij een drietal uitgangspunten. Ten eerste, gebruik de loonruimte waar mogelijk. Ten tweede, gebruik in de laagconjunctuur de begrotingsruimte om het groeivermogen van economieën te verhogen, en zorg voor voldoende buffers in tijden van hoogconjunctuur. En ten derde, de ECB voert, met inachtneming van bovenstaand beleid, monetair beleid dat passend is bij prijsstabiliteit. Deze drie pijlers worden vaak afzonderlijk van elkaar bezien, maar juist hun samenhang is essentieel voor een gezonde en duurzame macro-economische beleidsmix.

Literatuur

Beaufort Wijnholds, J.A.H. de, L.H. Hoogduin, P.M. Mallekoote en A.A.T. Wesseling (1990) Inleiding. In: J.A.H. de Beaufort Wijnholds, L.H. Hoogduin, P.M. Mallekoote en A.A.T. Wesseling (red.), *Monetaire diagnose en therapie: een selectie uit het werk van prof. dr. G.A. Kessler, oud-directeur van de Nederlandsche Bank*. Amsterdam: Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, p. 9–35.

Dunnen, E. den (1981) Instrumentvorming in een open economie. In: E. den Dunnen, M.M.G. Fase en A. Szász, *Zoeklicht op beleid*. Leiden: Stenfert Kroese, p. 207–222.

Kessler, G.A. (1975) Inflation diagnosis and therapy. *De Economist*, 123, 507–530.

Middendorp, J. (2022) J. Zijlstra en H.J. Witteveen: *denken en doen, 1945–1981*. Amsterdam: VU University Press (te verschijnen).

Zijlstra, J. (1979) Monetary theory and monetary policy: a central banker's view. *De Economist*, 127, 3–20.

Zijlstra, J. (1985) Algemeen overzicht 1968. In: J. Zijlstra, *Gematigd monetairisme: 14 jaar-verslagen van de Nederlandsche Bank n.v. 1967–1980*. Leiden: Stenfert Kroese, p. 63–90.