

# Prijstabiliteit en woelige financiële wateren

W.F. Duisenberg\*

**D**it artikel is een lichte bewerking van de tekst die dr W.F. Duisenberg op 7 oktober jl. uitsprak voor de Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde. In het kader van de achtste Tinbergenlezing ging de president van de Nederlandsche Bank met name in op het toegenomen belang dat aan prijsstabiliteit wordt gehecht, op de druk van de financiële markten op het macro-economische beleid, op de meer marktconforme implementatie van het monetaire beleid en ten slotte op de inflatieontwikkeling zelf.

De financiële wereld is volop in beweging. In die turbulente omgeving moeten centrale banken hun primaire taak – het bevorderen van prijsstabiliteit – verrichten. Kunnen zij dat nog aan of dreigen zij te worden overspoeld door de vloedgolf van alle veranderingen? Vier belangrijke trends en hun consequenties voor het monetaire beleid wil ik in dit verband bespreken:

- ten eerste het toegenomen belang dat aan prijsstabiliteit wordt gehecht, met daaraan gekoppeld een versterking van de positie van de centrale banken;
- ten tweede de toenemende druk die van de financiële markten uitgaat op het macro-economische beleid;
- ten derde de veel marktconformer geworden implementatie van het monetaire beleid;
- en ten slotte de inflatieontwikkeling zelf.

## Voorkeur voor prijsstabiliteit en onafhankelijke centrale banken

Ten eerste dus de vorderingen op institutioneel monetair terrein. Hierover ben ik zeer positief. In het Verdrag van Maastricht en de statuten van de ECB is het primaat van de doelstelling prijsstabiliteit vastgelegd en ontbreekt de bevoegdheid van de overheid om dwingende voorschriften aan de centrale bank op te kunnen leggen ten aanzien van het monetaire beleid. Vóór het begin van de derde fase van de EMU moeten de nationale Bankwetten van de lidstaten in overeenstemming met het Verdrag en de statuten worden gebracht. Inmiddels hebben Frankrijk en Spanje hun Bankwetten reeds in hoge mate Maastricht-conform gemaakt. In Nederland – waar de centrale bank al lange tijd de facto autonoom is – staat eveneens een aanpassing van de Bankwet op stapel. De toeneming van de centrale-bankautonomie is overigens geen exclusief Europese ontwikkeling, maar een mondiale, getuige onder meer de

maatregelen die in de afgelopen jaren zijn getroffen in Chili, Mexico en Zuid-Afrika.

De versterking van de positie van de centrale banken vloeit in feite rechtstreeks voort uit de toekenning van een hogere prioriteit aan prijsstabiliteit. Dit heeft mede te maken met de negatieve ervaringen met het economische beleid in de jaren zeventig, dat veelal was gericht op een actieve stimulering van de economische ontwikkeling. De hogere inflatie bleek niet gepaard te gaan met een hogere economische groei en een lagere werkloosheid. Zeker niet nadat de eerste, kortstondige effecten van een in de tijd naar voren gehaalde vraag naar goederen en diensten waren weggeëbd. Wat resteerde waren de kosten van inflatie<sup>1</sup>. Duidelijk werd gaandeweg dat landen met een structureel lage inflatie, zoals Duitsland en Zwitserland, over het algemeen juist een vrij gunstige economische ontwikkeling lieten zien. Ter verklaring van de lage inflatiegraad in deze landen werd vanzelfsprekend ook naar de mate van autonomie van hun centrale banken gekeken (zie figuur 1). Hoe autonomer, des te beter de prestaties op het gebied van de inflatie, zo was de conclusie van een aantal studies<sup>2</sup>.

Door een onafhankelijke positie kan een centrale bank krachtiger optreden. Krachtig optreden betekent daarbij niet noodzakelijkerwijs fors afremmen, maar veeleer tijdig optreden. Een versnelling van de

\* De auteur is president van de Nederlandsche Bank.

1. S.C.H. Fischer en F. Modigliani, Toward an understanding of the real effects and costs of inflation, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 1978, blz. 810-832.

2. Zie bij voorbeeld A. Cukierman, *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, MIT Press, Cambridge (Mass.), 1992, of V. Grilli, D. Masciandaro en G. Tabellini, Political and monetary institutions and public financial policies in the industrialised countries, *Economic Policy*, jg. 13, blz. 341-392.

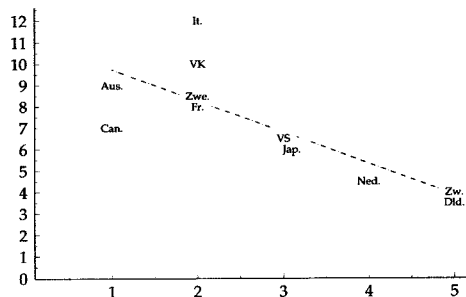
prijstijging kan namelijk het beste in een vroeg stadium worden gestopt, opdat wordt voorkomen dat het inflatoire proces een eigen momentum krijgt. Vroeg afremmen stuit echter helaas vaak op onbegrip, omdat de noodzaak dan nog niet breed wordt gevoeld. Toch treedt ook hier een mentaliteitsverandering op, omdat de financiële markten veel sneller dan vroeger hun inflatieverwachtingen aanpassen en de rente gaat stijgen als de monetaire autoriteiten niet tijdig reageren. De directe druk om tijdig te reageren is dus groter geworden en tegelijkertijd nemen de mogelijkheden voor snel optreden bij een grotere autonomie van de centrale banken ook toe.

## De tucht van de markten

De tweede trend betreft de toenemende druk die van de financiële markten op de beleidsmakers uitgaat. Ook hierover ben ik in beginsel positief, al zijn de ontwikkelingen op de financiële markten niet in alle opzichten zonder risico's. De disciplinerende druk die de financiële markten uitoefenen hangt samen met de toenemende internationale verwevenheid van wat voorheen nationale markten waren. Er is meer behoefte aan en er zijn meer mogelijkheden voor diversificatie van beleggingen. Zo is het buitenlandse houderschap van overheidsobligaties in de meeste Europese landen de laatste tien jaar fors toegenomen. Het aandeel van niet-ingezetenen in de financiering van de totale overheidsschuld nam in Nederland bij voorbeeld toe van 10% tot ongeveer 20%, in Duitsland van 20% tot 35% en in Denemarken van 35% tot bijna 60%. Dit hoge aandeel van het buitenlandse bezit van overheidsobligaties, gekoppeld aan een steeds professioneler beheer van de fondsen en een sterke groei van grote marktpartijen zoals pensioenfondsen en levensverzekeraars, geeft aan dat een groot deel van de beleggingen thans plaatsvindt op basis van vergelijkende landenanalyses. Wanneer uit dergelijke analyses een relatief ongunstig beeld naar voren komt met betrekking tot de economische ontwikkeling in een land zullen internationale beleggers terughoudender worden met betrekking tot de handhaving van hun beleggingen in dat land. Een eventuele wisselkoerscrisis zou immers alle voordeel van diversificatie in één klap ongedaan kunnen maken.

Door de internationalisatie van de beleggingen is de geldende rentevoet ten opzichte van andere landen, waarin de populariteit van financiële titels tot uitdrukking komt, een goede maatstaf geworden voor de kwaliteit van het beleid. Zo stegen de lange rentes in Nederland en Duitsland tussen februari en september van dit jaar beide met ongeveer twee procentpunten. De renteniveaus in beide landen bleven dus ongeveer aan elkaar gelijk. In Italië en Zweden bedroeg de toename bijna het dubbele, waardoor het rente-ecart met Duitsland toenam van één à twee tot drie à vier procentpunten. Dit illustreert dat door de internationalisatie van de financiële markten goed beleid wordt beloond en slecht beleid snel afgestraft. Dit is de positieve kant van de medaille. Er wordt echter ook nogal eens negatief geoordeeld over, wat men dan noemt, de toegenomen macht van de financiële markten; deels terecht, deels ten onrechte.

**Figuur 1.**  
**De Eijffinger-Schaling index<sup>a</sup> en inflatie**



a. Eijffinger en Schaling kwalificeren landen op basis van hun oordeel over de centrale-bankwetgeving en de relatie tussen regering en centrale bank in de praktijk. Bron: S. Eijffinger en E. Schaling, *Central Bank Independence: Theory and Evidence*, Tilburg University Press, april 1993.

Niet juist is de stelling dat het streven naar wisselkoersstabiliteit in een wereld met vrij, en daardoor zeer omvangrijk, kapitaalverkeer een illusie is geworden. De wisselkoersspanningen in 1992 en 1993 in het EMS werden ontketend door twijfel over de voortgang van de Europese integratie, maar hadden in feite een langere ontstaansgeschiedenis. Zo kwam voor sommige landen de concurrentiepositie onder druk te staan door bij een hardnekkig hogere inflatie dan elders vast te houden aan de bestaande wisselkoerspariteit. In andere gevallen bleek dat de committering van de autoriteiten aan de vaste wisselkoers in de ogen van de financiële markten onvoldoende geloofwaardig was. De twijfel hierover werd onder meer gevoed door de roep om renteverlagingen, ook al waren die met het oog op met name de ontwikkelingen in Duitsland onwenselijk. Voorts waren in sommige landen de uit het lood geslagen overheidsfinanciën reden voor aantasting van de geloofwaardigheid. De hoofdoorzaak van de valutacrisis was dus niet de vrije werking van de financiële markten, maar de economische beleidsvoering zelf. Wel is het zo dat de beleggers zich geruime tijd hadden overgegeven aan een (valse) illusie van stabiliteit, daarin overigens gesteund door de autoriteiten. Ze gingen ervan uit dat een quasi-EMU reeds was ontstaan, dat de wisselkoerspariteiten niet meer zouden worden aangepast. Inmiddels waren de internationale kapitaalstromen zo sterk gegroeid dat, toen eenmaal meer realistische verwachtingen ontstonden, de collectieve wil van de markten uiteindelijk niet was te weerstaan.

Uiteindelijk zijn de fluctuatiemarges in het EMS verbreed van 2,25% tot 15%. Zodoende werd een tweezijdig wisselkoersrisico hersteld, dat verloren was gegaan toen in de ogen van de financiële markten renteverhogingen ter verdediging van de wisselkoers ongeloofwaardig werden geacht gelet op de recessie waarin Europa terecht was gekomen. Na de crisis in het EMS is op monetair terrein de draad weer opgepakt. Geen van de partnerlanden heeft het afgelopen jaar, ondanks de ruimte die door de ruime marges wordt geboden, behoefte gevoeld af te wij-

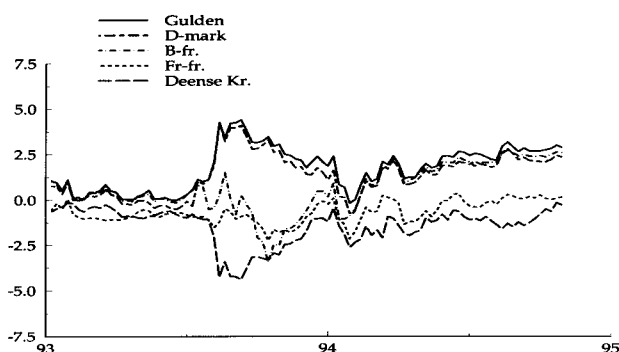
ken van het Europese streven naar wisselkoersstabiliteit (figuur 2). Concurrerende depreciaties bleven uit en de koersen werden ondersteund door een voorzichtig rentebeleid. Mijn collega's en ik zijn daarom tevreden over het functioneren van het gewijzigde EMS en hebben het gevoel dat het geloof in de voortgang van het integratieproces bezig is terug te keren. Al met al is mijn conclusie dat de toegenomen kracht van marktontwikkelingen wisselkoersafspraken niet onmogelijk heeft gemaakt.

Een negatief aspect is wel dat markten soms erg gevoelig, ja zelfs overgevoelig, kunnen zijn voor nieuws of voor wat daar voor doorgaat. Door de toegenomen concurrentie op de financiële markten is de tijdshorizon waarover resultaten worden gemeten steeds korter geworden. Dat leidt tot het sneller aanpassen van de beleggingsportefeuilles dan vroeger het geval was. Door de razendsnelle wereldwijde communicatiemogelijkheden lijkt de neiging van handelaren op financiële markten om dezelfde visie op te verwachten ontwikkelingen te vormen toegenomen. Dat leidt soms tot kuddegedrag, allemaal tegelijk via dezelfde deur naar buiten of naar binnen willen, en dat geeft problemen. Voor de marktpartijen zelf, maar ook voor de monetaire autoriteiten omdat de uit dit gedrag voortvloeiende relatief grote schommelingen in rentes en wisselkoersen de interpretatie van de monetaire en economische ontwikkeling bemoeilijken.

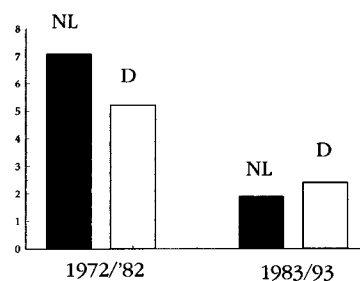
### Marktconforme implementatie en liberalisatie

De derde trend wordt gevormd door de gevolgen van financiële liberalisatie. Probleemloos zijn die gevolgen niet, maar ze zijn ook niet onoverkomelijk. Nederland kan hierbij als voorbeeld dienen. Nederland is een kleine open economie, die al geruime tijd een vrij financieel verkeer kent. In de loop van de jaren zeventig en tachtig is het monetaire instrumentarium steeds marktconformer ingericht, zodat het kon voldoen aan de eisen van de tijd op het gebied van mededinging en internationale openheid. Thans rest de Nederlandsche Bank in feite nog één monetair instrument, de korte rente. Kwantitatieve restricties ter regulering van de groei van de kredietverlening en

**Figuur 2. Koersbeloop gulden, DM, Franse frank, Belgische frank en Deense Kroon in de EMS-band**



**Figuur 3. Gemiddelde inflatie in Nederland en Duitsland in de perioden 1972/1982 en 1983/1993**



de stabilisering van de liquiditeitsquote op korte termijn, werden overboord gezet. Door de liberalisatie van het kapitaalverkeer en nieuwe financiële producten waren ze namelijk steeds minder effectief geworden. Het hanteren van een meer marktconform instrumentarium draagt bij aan een betere allocatie van financiële middelen. De weg naar binnenlandse monetaire stabiliteit is wel indirecter geworden. De korte rente wordt immers ingezet ten behoeve van één duidelijke intermediaire doelstelling, de vaste wisselkoers met Duitsland, omdat dat onze grootste en stabielste handelspartner is. Door consequent aan dit beleid vast te houden hebben we een inflatieniveau bereikt dat gemiddeld genomen gelijk is aan het lage niveau in Duitsland, met een overeenkomstig renteniveau als beloning (figuur 3).

De vraag is natuurlijk of Duitsland op zijn beurt niet ook de invloed van kapitaalstromen en nieuwe financiële producten ondervindt? Is het daar nog wél mogelijk een zelfstandig geldhoeveelheidsbeleid te voeren? Het antwoord is afhankelijk van de mate waarin het verband op langere termijn tussen de groei van de geldhoeveelheid en de stijging van het prijspeil stabiel is. Voor Nederland was dat, vanwege de volatiele invloeden op onze geldgroei van buitenaf, niet in sterke mate het geval. Voor Duitsland – voorzover dat thans door Duitse en internationale instellingen kan worden getoetst – nog wel<sup>3</sup>. Dat kan op den duur veranderen. Naarmate de financiële en economische integratie voortschrijdt zal daarom geleidelijk, via een toenemende coördinatie, naar een meer Europees geïntendeerd geldgroei-beleid moeten worden toegevoegd, maar het moment van werkelijke overdracht van de nationale souvereiniteit op monetair terrein is de ingangsdatum van de derde fase.

Door de evolutie naar een marktconformer monetair instrumentarium en de opkomst van financiële innovaties is het effect van het monetaire beleid op de nominale ontwikkelingen minder zeker en wellicht tijdrovender geworden. Rente- en wisselkoersrisico's worden immers in toenemende mate verhandeld, met name door het gebruik van derivaten, zodat niet langer op voorhand duidelijk is in welke sectoren

3. Zie bij voorbeeld OESO, Stability of Money Demand after Unification, Annex 1 in: *Annual Review Germany 1993-1994*, binnenkort te verschijnen en S. Gerlach, *German Unification and the Demand for German M3*, BIS Working Paper nr. 21, september 1994.

van de economie de effecten van het rentebeleid het sterkste worden gevoeld. Zo is het mogelijk dat de risico's zich meer dan voorheen concentreren in de financiële sector, waardoor het effect van het beleid op de reële economie in eerste instantie zou zijn verminderd. Daar staat tegenover dat door een toegenomen vervlechting tussen de diverse financiële markten de doorwerking van rente- en wisselkoersmutaties juist wordt versneld. De opkomst van derivaten kan er bovendien toe leiden dat economische agenten die geen gebruik kunnen maken van deze financiële produkten een groter deel van de door rentemaatregelen geïnduceerde aanpassinglast zullen gaan dragen. En de internationalisatie zorgt er voor dat de rol van de wisselkoers en de externe sectoren in de transmissie van het rentebeleid naar de reële economie groter wordt.

Liberalisering, innovaties en ook de hiervoor besproken kans op hoge volatiliteit van rentes en wisselkoersen maken het leven van de centrale bankier moeilijker, maar dit moet niet worden overdreven. Ook vroeger was de werking van het transmissieproces niet constant en precies voorspelbaar. Al in de jaren vijftig wees Milton Friedman daarop<sup>4</sup>. In feite vragen de hiervoor geschetste ontwikkelingen om een versterking van elementen die toch al nodig waren om een goed monetair beleid te kunnen voeren. Het gaat dan met name om het plaatsen van het monetair beleid in een middellange-termijn kader, met prijsstabiliteit eenduidig als uiteindelijke doelstelling. Het is een deugd voor een centrale bankier om niet op iedere ontwikkeling te willen reageren en een nog grotere deugd om niet op elke gebeurtenis commentaar te willen geven. Zwijgen is goud en spreken komt vaak niet eens voor zilver in aanmerking. Dit neemt niet weg dat het gevoerde beleid van tijd tot tijd op een heldere en consistente wijze moet worden uitgelegd, maar dan wel met een ruimere blik dan op de gebeurtenissen van vandaag en gisteren.

### De structurele daling van de inflatie

De laatste trend die ik behandel is de ontwikkeling van de inflatie zelf. Daarover ben ik positief, maar uiteraard nog niet geheel tevreden. Een standvastig anti-inflatoir beleid leidt tot een duurzaam lagere inflatie en een toename van de geloofwaardigheid. De gereduceerde inflatieverwachtingen die daaruit voortvloeien helpen bij de versteviging van een stabiel monetair klimaat. Het inflatieniveau in Nederland bedroeg de afgelopen tien jaar gemiddeld iets minder dan 2%. De piek van de geldontwaarding was 4% in 1991, het dal -0,5% in 1987. Vergeleken met de daaraan voorafgaande twintig jaar, toen de algemene prijsstijging tussen 3 en 11% bewoog en gemiddeld ruim 6% bedroeg, is sprake van een structurele verbetering van de inflatieprestatie. Deze verbetering betreft zowel het niveau van de prijsstijging als de inflatievolatiliteit (figuur 4). Ook binnen de groep van OESO-landen is de inflatie sinds het begin van de jaren tachtig structureel afgenomen. Op de top van de laatste conjunctuurgolf, in 1989/1990, bedroeg de gemiddelde inflatie ongeveer 5% tegen ruim het dubbele bij de hausse van eind jaren zeventig. Natuurlijk

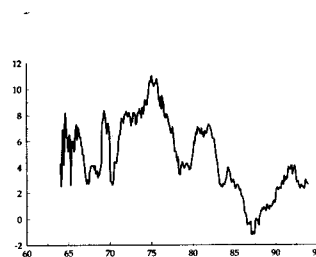
kunnen we deze vooruitgang niet geheel toeschrijven aan een beter beleid. Ook dient te worden bedacht dat de externe omstandigheden gunstiger waren dan in de jaren zeventig, toen twee olieprijschokken moesten worden verwerkt.

We moeten evenmin vergeten dat nog geen prijsstabiliteit is bereikt, zelfs niet in of vlak na het conjuncturele dal, wanneer dat over het algemeen het gemakkelijkste is. De nervositeit op de internationale kapitaalmarkten kan betekenen dat de inflatieverwachtingen voor de herstelfase nog niet onverdeeld gunstig zijn. Gezien de omvang van de begrotingstekorten, de snelheid van het herstel en de beleidsfouten in het verleden is dat niet zo verwonderlijk. Het is ook een waarschuwing voor beleidsmakers die denken dat het conjuncturele herstel alle wonden heelt. Zorgelijk blijven immers de structureel lage besparingen in veel westerse landen en de structurele rigiditeiten op onze markten, met name op de arbeidsmarkt. Nu gezien de komst van het economische herstel de problemen minder nijpend lijken te zijn, is het risico groot dat de noodzakelijke verbetering van de economische structuur, waaronder ook begrepen de overheidsfinanciën, onvoldoende krachtig ter hand wordt genomen. De werkloosheid zou dan niet duurzaam de gewenste lage niveaus kunnen bereiken.

### Slot

Wat is nu de balans van de geschetste trends? Aan de positieve kant staan de gegroeide voorkeur voor prijsstabiliteit en een daadkrachtige centrale bank, de toegenomen disciplinerende werking van de financiële markten op het begrotingsbeleid en de loonontwikkeling en de relatief gunstige uitgangssituatie wat betreft de feitelijke inflatie. Daartegenover staat dat de relatief lage inflatie nog niet betekent dat prijsstabiliteit al is bereikt. Bovendien moet worden bedacht dat wij ons kort na een economisch dal bevinden, waarin de inflatie meestal relatief laag is. Verder kan de volatiliteit op de financiële markten vandaag de dag soms groot zijn en onder omstandigheden een zelfstandige bron van verstoringen worden. Financiële innovaties kunnen het monetair transmissieproces voorts nog moeilijker te doorgronden maken dan het toch al was. Per saldo overwegen bij mij de positieve elementen en mijn conclusie is dat de centrale bank bepaald niet wordt overspoeld door haar omgeving.

### W.F. Duisenberg



**Figuur 4.**  
**Inflatie in Nederland gedurende de laatste dertig jaar**

4. M. Friedman, The Quantity Theory of Money: a Restatement, in: *Studies in the Quantity Theory of Money*, University Press, Chicago, 1956, blz. 3-21.