



Rol financiële markten onderschat

Auteur(s):

Salomons, R.M.,

Heuvel, O.A.W.J. van den,

*Beide auteurs zijn werkzaam bij aegon Asset Management in Den Haag. De eerste auteur is tevens als aio verbonden aan de Rijksuniversiteit Groningen.***Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4334, pagina 889, 16 november 2001

Rubriek:**Trefwoord(en):**

monetair, beleid

De Fed heeft de invloed van financiële markten op het bereiken van haar doelstellingen onderschat, waardoor de monetaire transmissie wordt belemmerd.

De huidige mondiale economische groeivertraging, die nog een extra zetje kreeg door de terroristische aanslagen, roept veel discussies op. Voornamelijk het beleid van centrale banken en hun doelstellingen staan hoog op de agenda. Het stelsel van Amerikaanse centrale banken, de Fed, heeft de rente dit jaar met 4,5 procent verlaagd tot twee procent, het laagste niveau in veertig jaar. De druk op de andere centrale banken tot soortgelijk handelen neemt toe. Wij stellen echter dat deze agressieve monetaire expansie niet nodig was geweest als de Fed zich in de achterliggende periode meer bewust was geweest van de invloed van financiële markten op het bereiken van haar doelstellingen.

Doelstellingen

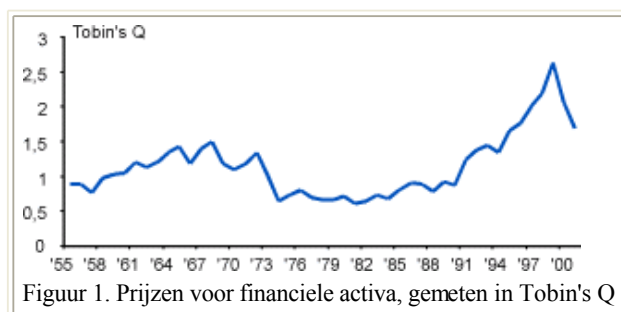
De Fed heeft meerdere doelstellingen. De belangrijkste binnenlandse zijn: stabiel prijspeil en bevorderen van economische groei. Een van de instrumenten die de Fed voor het bereiken van deze doelstellingen ter beschikking heeft is de 'federal funds rate'.

De Europese centrale bank, de ecb, heeft als hoofddoelstelling prijsstabiliteit. De ecb vindt dat een omgeving van prijsstabiliteit de optimale situatie creëert om via structurele veranderingen een hogere economische groei te verkrijgen¹.

Voor het bereiken van deze doelstellingen is het noodzakelijk ook bewegingen op financiële markten in ogenschouw te nemen. Monetair beleid dient rekening te houden met de aard van de groeivertraging. In dit artikel zullen we deze stelling onderbouwen. Daartoe beschouwen we allereerst de aard van de huidige groeivertraging in de vs en vervolgens de overwegingen voor het monetaire beleid van de Fed en de ecb.

Aard groeivertraging vs

De huidige conjunctuurencyclus wijkt sterk af van de cycli die we sinds de Tweede Wereldoorlog gewend zijn². Bijzonder was vooral de bijdrage van extreme investeringen aan de economische groei. Stijgende prijzen voor financiële activa, gemeten in Tobin's q (zie [figuur 1](#)), deflatie in de ict-sector en geloof in productiviteitsverbeteringen door innovaties hebben een aanhoudend gunstige invloed gehad op het investeringsklimaat³.

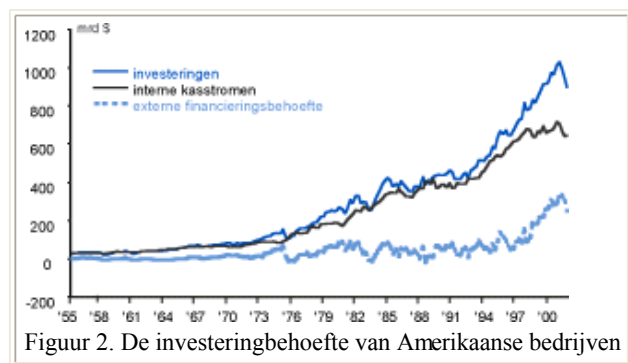


Figuur 1. Prijzen voor financiële activa, gemeten in Tobin's Q

De private investeringen stegen van zes procent van het bbp in 1990 tot dertien procent van het bbp in 2000. Over dezelfde periode stegen de investeringen in technologie van twee procent tot acht procent van het bbp.

Financiële markten speelden in deze ontwikkeling een prominente rol. Investeringen kunnen op meerdere manieren gefinancierd worden, te weten via interne kasstromen, kredieten of het aantrekken van additioneel eigen vermogen middels emissie van aandelen. Zoals [figuur 2](#) laat zien, hebben Amerikaanse bedrijven de meeste investeringen extern gefinancierd: de investeringen en interne kasstromen lopen uit

elkaar. De ex-ante risicopremies die besloten liggen in aandelenprijzen waren laag en aandelenprijzen bleven stijgen. Toen het verwachte rendement op kapitaal niet meer bleek te stijgen en het over-optimisme verdween, 'blokkeerden' financiële markten. Aan de beschikbaarheid van kapitaal kwam een eind, terwijl schuldposities waren opgelopen. De stijgende fase van de conjunctuur was ten einde. Investerings lopen sindsdien terug en winsten staan onder druk. De technologie- en teleconsector zijn de meest extreme voorbeelden.



Het verlies aan financiële activa, de verslechterende verwachte toekomstige winsten en het ongunstigere sentiment voor investeringen bij bedrijven vertragen in 2001 de economische groei. De motor achter de groei hapert en waar de Amerikaanse economie in 2000 nog groeide met bijna vijf procent op jaarbasis, stagneert de groei in 2001. Gestand doende aan de doelstelling van bestendige economische groei verlaagde de Fed de 'federal funds rate'⁴.

Reële effecten

Ontwikkelingen op financiële markten en hoge volatiliteit hebben lang niet altijd reële effecten. Dit risico is echter momenteel wel aanwezig. Immers, de economische groei werd voor een deel gevoed door de euforie op financiële markten. Nu het positieve beleggingsklimaat is weggefallen, liggen negatieve vermogens effecten op de loer. De balansen van de private sector en daarmee haar bestedingen zijn niet ongevoelig voor de vermogensverliezen die plaatsvinden. Of monetaire transmissie, in een situatie waarin reeds veel geïnvesteerd is en balansen door negatieve vermogens effecten verzwakken, snel effect heeft, valt nog te bezien. Tevens rijst de vraag of kapitaalmarkten bereid zijn nieuwe investeringsprojecten te financieren. Een maatstaf hiervoor is de ex-ante risicopremie, berekend aan de hand van een 'dividend discount model'⁵. Het afgelopen jaar heeft beleggers minder risicozoekend gemaakt. Was deze forse groei vertraging te voorkomen geweest? Zou eerder ingrijpen door de Fed meer stabiele economische groei hebben bewerkstelligd? Wat zijn de implicaties voor monetair beleid?

Monetair beleid

De Fed kan met het monetaire beleid invloed uitoefenen op gedrag in financiële markten en risicohouding van beleggers. Expansief monetair beleid verlaagt de kosten van kapitaal, de disconteringsvoet in een dividend discount model, en stimuleert economische groei en zodoende de winsten en dividenden. Het resultaat is hogere prijzen voor financiële activa. De vraag of en hoe centrale banken rekening dienen te houden met ontwikkelingen op financiële markten is een heikel punt. Critici stellen dat centrale bankiers zich verre moeten houden van prijsbepaling op financiële markten. Recente literatuur heeft de discussie weer op de agenda gezet. Prijzen van financiële activa bevatten informatie over verwachte inflatie en verwachte groei. Wij willen benadrukken dat standaard inflatiedoelstellingen al rekening houden met het effect van prijszetting van financiële activa op inflatie, maar dat de effecten voor economische groei niet compleet worden onderkend.

Financiële activa

Cechetti, Genberg, Lipsky en Wadhvani stellen dat het expliciet opnemen van financiële activa in beleidsregels tot superieure resultaten leidt voor zowel inflatie als economische groei⁶. Onzes inziens zou de Fed overeenkomstig de benadering van deze auteurs voor het monetaire beleid een beleidsregel moeten gebruiken, waarin de risicopremie op aandelen expliciet meegewogen wordt. In het model van Cechetti en anderen behoedt de centrale bank de economie voor grote fluctuaties in inflatie en economische groei, die het gevolg kunnen zijn van sterk stijgende financiële activa en gelijktijdige daling van risicopremies. Wanneer een centrale bank vindt dat deze daling in de risicopremie geen reële risicoverhoudingen weerspiegelt, moet ze die meenemen in haar beleid. De rente zal geleidelijk oplopen als prijzen van financiële activa uitstijgen boven wat fundamenteel verantwoord is (en vice versa). Zo creëert het model minder volatiliteit in economische groei en minder rentevariabiliteit op de korte termijn⁷. De opbouw van mogelijke excessen wordt een halt toegeroepen omdat de eventuele correctie implicaties heeft voor inflatie- en groei doelstelling⁸. Dit alles onder het aloude Nederlandse motto dat voorkomen beter is dan genezen.

Regel van Taylor

In termen van een 'Taylor regel' pleiten we er dan ook voor om, naast inflatie- en outputgap, expliciet een indicator op te nemen die rekening houdt met de risico perceptie van financiële markten. Uitbreiding van de regel van Taylor met een ex-ante risicopremie ligt voor de hand. Empirisch onderzoek zal verricht moeten worden naar het gewicht dat aan de risicopremie parameter moet worden toegekend. In het artikel van Cechetti en de zijnen wordt gesteld dat zelfs onder de meest optimistische schatting de risicopremie zich de laatste jaren aan de onderkant van zijn historische bandbreedte bevond. Toepassen van deze regel zou dan veel eerder in een verhoging van de 'federal funds rate' geresulteerd hebben in plaats van het gevoerde beleid dat terugkijkend te stimulerend geweest is voor de economie en de financiële markten.

De Fed heeft een expliciete verantwoordelijkheid voor economische groei en inflatie. De gevolgen van negeren van financiële markten

door de Fed bij het bepalen van het monetaire beleid zijn langzamerhand evident. De ECB echter richt zich primair op het handhaven van prijsstabiliteit op de middellange termijn. In de woorden van president Duisenberg van de ecb: "Focusing monetary policy on the maintenance of price stability in the euro area ensures that monetary policy will make the best possible contribution to improving economic prospects". Zij volgt meer de benadering van Bernanke en Gertler, die stellen dat monetair beleid niet hoeft te reageren op fluctuaties in activa zolang deze geen signaal zijn voor verandering in de verwachte inflatie⁹. In dit licht moeten ook de recente renteverlagingen in de eurozone bezien worden. Bewegingen op kapitaalmarkten worden, als onderdeel van een veel grotere hoeveelheid informatie, gevolgd voor wat betreft inflatieontwikkelingen. De ECB, met als doelstelling prijsstabiliteit op de middellange termijn, let daarom op bewegingen op de financiële markten voor zover die betrekking hebben op de middellangetermijn-inflatie en reageert dus behoudender. De ECB verlaagde de rente pas naar 3,25 procent, nadat duidelijk werd dat de inflatie op middellange termijn onder de doelstelling van twee procent uit zal komen.

Structureel versus conjunctureel

De invloed van prijsbepaling op financiële markten voor het beleid van centrale banken is afhankelijk van de doelstelling. Dit is tevens de verklaring voor het verschil in monetair beleid in de huidige groeivertraging. De evenwichtige groeidoelstelling van de Fed maakt het noodzakelijk om meer waarde aan bewegingen op financiële markten toe te kennen. Dit geldt zeker voor perioden, zoals eind jaren negentig, waarin bedrijven aan een groter gedeelte van hun financieringsbehoefte voldoen via de aandelenmarkt. Onderscheid aanbrengen tussen structurele en conjuncturele stijgingen van activa wordt dan voor de centrale bank cruciaal. Dit is, zoals de ervaring leert, zeer moeilijk. Het gelijktijdig willen voldoen aan twee verschillende doelstellingen is dan wellicht ook teveel gevraagd. Zeker als je beide wilt bereiken met hetzelfde instrument. Tinbergen stelde jaren geleden al dat elke doelstelling zijn eigen instrument vereist¹⁰.

Conclusie

Recente ontwikkelingen hebben de discussies over de interactie tussen financiële markten, conjunctuur en monetair beleid gevoed. Waar de Fed van alle kanten een pluim krijgt voor het monetair beleid en Greenspan bijkans heilig wordt verklaard, is er misschien ruimte voor tegengas. De Fed heeft onzes inziens de invloed van de financiële markten op één van haar doelstellingen onderschat en de opbouw van excessen niet geremd terwijl die nu de monetaire transmissie belemmeren. Voor de ECB, met haar andere doelstelling, speelt dit veel minder

1 Zie de speech van Duisenberg bij de *International Monetary Conference*, Singapore, juni 2001, www.ecb.int/.

2 Zie bijvoorbeeld Larry Summers, *What a peculiar cycle*, *The Economist*, maart 2001.

3 Tobin's Q is de ratio van de marktwaarde en de boekwaarde van de activa.

4 C. Brzeski komt in zijn artikel, [Trouw aan de doelstelling?](#), in *ESB*, 2 maart 2001, blz. 203-205, tot dezelfde conclusie. Het vooruitzicht van lagere toekomstige economische groei heeft, ondanks de nog steeds hoge inflatie, al tot renteverlagingen geleid.

5 Zie M. Gordon, *The investment, financing and valuation of the corporation*, Homewood, Ill.: Richard Irwin, 1962.

6 S. Cecchetti, H. Genberg, J. Lipsky en S. Wadhvani, *Asset prices and central bank policy*, Geneva reports on the world Economy 2, International Center for Monetary and Banking Studies, CEPR, London, 2000.

7 Met het huidige beleid is de groei in de VS op vijf procent uitgekomen in 2000. Hoewel deels verstoord door economische terugslag ten gevolge van de terroristische aanslagen, gevolgd door een jaar met waarschijnlijk hooguit één procent groei. In dit simpele voorbeeld zou door eerder verhogen van de federal funds rate de groei in 2000 eerder op vier procent uitgekomen zijn, gevolgd door twee procent in dit jaar. De rente zou dan ook minder agressief verlaagd hoeven te worden. Brzeski stelde al dat de Fed op een tot nu toe ongekende wijze heeft gereageerd.

8 In dit verband zou de befaamde "irrational exuberance" uitspraak van Fed voorzitter Greenspan in december 1996 ook gezien moeten worden.

9 B. Bernanke en M. Gertler, *Monetary policy and asset price volatility*, in *New challenges for monetary policy*, Proceedings of the Symposium sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Whole, 1999.

10 J. Tinbergen, *Economic policy: principles and design*, North-Holland, Amsterdam, 1967.