



Stevige fundamenten onder Frankfurt

Auteur(s):

Wellink, A.H.E.M.

President van De Nederlandsche Bank. Met dank aan Bryan Chapple en Cees Ullersma.

c.a.ullersma@dnb.nl

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4379, pagina 747, 18 oktober 2002

Rubriek:**Trefwoord(en):**

monitor, beleid

De lage inflatieverwachtingen in het eurogebied laten zien dat het monetaire beleid van de ecb succesvol is. De flexibiliteit van de gekozen strategie komt van pas bij de toetreding van nieuwe lidstaten tot de emu.

In symbolische zin zou het geen gek idee zijn De Nederlandsche Bank te huisvesten in een glazen huis, zoals het Paleis voor Volkslijdt dat voorheen stond op de plaats waar nu de Bank is gevestigd. Het glas zou namelijk voortreffelijk uitbeelden dat een centrale bank transparant moet zijn. Dit geldt bij uitstek voor het monetaire beleid, waarvoor het eurosysteem, zijnde de Bank samen met de andere centrale banken in het eurogebied, een gemeenschappelijke verantwoordelijkheid draagt. Transparantie bevordert de effectiviteit en de publieke verantwoording van de centrale bank. Dit artikel biedt perspectief op de rol van de monetaire strategie van een centrale bank en op die van het eurosysteem in het bijzonder.

Doelstellingen

In de kern geeft een monetaire strategie weer hoe een centrale bank haar instrument, veelal een korte-termijn rentevoet, inzet ter verwezenlijking van haar doelstellingen. De strategie dient daarbij niet alleen als richtsnoer voor de interne analyse van de economische en monetaire ontwikkelingen, maar ook als raamwerk voor de externe communicatie. Soms wordt gesuggereerd dat de optimale beleidsstrategie met wiskundige technieken kan worden afgeleid. In de praktijk is het echter niet zo eenvoudig, omdat monetaire autoriteiten vrijwel iedere dag worden geconfronteerd met de complexiteit van de economie en onverwachte gebeurtenissen, die zich niet in een model laten vangen. De strategie is daarom geen mechanische beslisregel, maar een beschrijving van de procedure. Het gaat meer om een draaiboek dan een kookboek voor monetaire beleidsbeslissingen.

Prijsstabiliteit

In het geval van het eurosysteem wordt het instrument van de korte rente ingezet voor slechts één doelstelling. Dat is de primaire doelstelling van lage en stabiele inflatie, oftewel prijsstabiliteit. Een en ander is overeenkomstig de beroemde les van Tinbergen dat meerdere doelstellingen niet met één instrument kunnen worden bereikt¹. Toch streven sommige centrale banken, zoals de Amerikaanse Fed, naast prijsstabiliteit ook stabilisatie van de groei van het reële bbp of de werkgelegenheid na.

Dat kan op twee manieren worden begrepen. Ten eerste kan een centrale bank een naar haar oordeel zo gunstig mogelijke combinatie van inflatie en stabiele groei nastreven, zonder beide doelstellingen volledig waar te maken. Ten tweede kunnen doelstellingen die op korte termijn conflicteren, op langere termijn in elkaars verlengde liggen. Een centrale bank draagt namelijk via de zekerheid van lage en stabiele inflatie op middellange termijn bij aan duurzame en evenwichtige groei.

Prijsstabiliteit kent ook een normatief aspect. Inflatie of deflatie leidt namelijk tot een niet-democratisch gelegitimeerde herverdeling van inkomen en vermogen. De onrust over de inflatoire gevolgen van de invoering van de eurobankbiljetten en -munten toont aan dat inflatie reeds bij relatief lage waarden als onrechtvaardig wordt ervaren.

Strategie eurosysteem

De strategie van het eurosysteem bestaat uit een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit en twee pijlers voor het analyseren van de risico's voor prijsstabiliteit. In de zogeheten eerste pijler worden monetaire fenomenen bestudeerd. De tweede pijler betreft de analyse van alle overige informatie die relevant is voor de vooruitzichten voor prijsstabiliteit, zoals de loonontwikkeling en andere kostenfactoren.

Prijsstabiliteit is gedefinieerd als een jaar-op-jaar stijging van de geharmoniseerde consumptieprijsindex van minder dan twee procent. Prijsstabiliteit wordt op middellange termijn gehandhaafd. Deflatie is uitdrukkelijk niet in overeenstemming met deze definitie van prijsstabiliteit. Deflatie is, vooral in samenhang met vraaguitval, tenminste zo schadelijk als inflatie. De definitie van prijsstabiliteit doet recht aan de wens de inflatieverwachtingen op een laag niveau te verankeren. Dit zonder grotere precisie te beloven dan waargemaakt kan worden, gelet op de onzekerheden in de economische ontwikkelingen. In de praktijk heeft het eurosysteem een voorkeur voor een inflatie van één à twee procent. Soms steken pleidooien de kop op voor het oprekken van de prijsstabiliteitsmarge tot drie procent. Een inflatie beneden twee procent zou een te ambitieus doel zijn. Deze opvatting berust op een misverstand. Het eurosysteem kent geen

doelstelling voor de inflatie over een gefixeerde horizon. Alleen centrale banken die een strategie van een rechtstreekse inflatiedoelstelling ('direct inflation targeting') volgen, richten hun monetaire beleid op een dergelijke doelstelling.

Monetaire pijler

Het meest opvallende kenmerk van de strategie van het eurosysteem is de eerdergenoemde aparte pijler voor de analyse van geld in ruime zin. Hoewel hij de eerste pijler wordt genoemd, is deze pijler niet noodzakelijkerwijs de belangrijkste. Het is volledig afhankelijk van de omstandigheden welke factoren bepalend zijn voor de vooruitzichten op prijsstabiliteit. Op dit moment is dat niet de geldgroei. Al enige tijd ligt de groei van het m³-aggregaat in het eurogebied duidelijk boven de referentiewaarde van 4½ procent. Op langere termijn kan van de resulterende ruime liquiditeitsverhoudingen opwaartse druk op de inflatie uitgaan. Momenteel is dit gevaar echter beperkt door de zwakke conjunctuur.

De monetaire pijler wordt de eerste genoemd omdat geld het logische startpunt is voor de analyse. Een centrale bank heeft immers een nauwere band met de geldhoeveelheid dan met andere bronnen van inflatie. Enigszins gechargeerd gezegd: geld wordt met ons geassocieerd, dus daar richten we als eerste onze aandacht op. Ook vanuit een meer academische optiek is er veel voor te zeggen om geld in een aparte pijler te behandelen. Macro-economische modellen voor de korte termijn bevatten namelijk doorgaans geen expliciete rol voor de geldhoeveelheid, terwijl in een monetaire economie tegenover elke reële transactie een financiële staat. Het beschouwen van reële fenomenen door een financiële bril levert dikwijls additionele inzichten op.

Gematigd monetarisme

Er wordt verschillend gedacht over het belang van de analyse van monetair-financiële variabelen. De zojuist beschreven beoordeling van de ontwikkeling van m³ is hiervan een voorbeeld. De keuze voor deze strategie impliceert echter de erkenning dat monetaire factoren niet allesbepalend zijn. In zekere zin kan het monetaire beleid in het eurosysteem daarom net als het Nederlandse beleid vroeger worden gekarakteriseerd als 'gematigd monetarisme'. Uiteindelijk komen monetaire beleidsbeslissingen tot stand op grond van een breed gebaseerde inschatting van de risico's voor prijsstabiliteit in het eurogebied. Daarbij wordt sterk rekening gehouden met de onzekerheden waarmee monetaire autoriteiten zich geconfronteerd zien. Die zijn groter voor het eurosysteem dan voor andere centrale banken, gelet op de additionele onzekerheden die zijn verbonden met de emu. Hierbij valt bijvoorbeeld te denken aan een mogelijke gedragswijziging van consumenten en producenten. Dit omdat sinds de overgang naar de emu de rentevoeten in de landen van het eurogebied, anders dan vroeger, nagenoeg gelijk zijn.

Moeilijke beleidskeuzes

Ten aanzien van de besluitvorming is de monetaire strategie van het eurosysteem zonder meer succesvol. De inflatie in het eurogebied is sinds het begin van de derde fase van de emu gemiddeld op twee procent uitgekomen, terwijl de inflatieverwachtingen voor de langere termijn stabiel zijn en iets lager dan twee procent. Dit gunstige beeld bestaat ondanks een reeks schokken met een inflatie-opdrijvend karakter in de afgelopen jaren. Omdat de economie continu bloot staat aan dergelijke schokken, waarvan de effecten niet altijd goed zijn te voorspellen, is het moeilijk om goed monetair beleid te voeren. Bij schokken kan worden gedacht aan plotselinge veranderingen in de olieprijs door spanningen in het Midden-Oosten, aan veeziekten en aan wisselkoersfluctuaties. Vooral schokken die op korte termijn de inflatie opstuwen maar de productie juist beperken, plaatsen een centrale bank voor moeilijke beleidskeuzes.

Onderliggende inflatie

In dit kader hebben sommige 'ecb-watchers' erop aangedrongen dat het eurosysteem zijn beleid richt op de zogeheten 'onderliggende inflatie' in plaats van op de niet-gecorrigeerde inflatie. Volgens hen zou onderliggende inflatie een soort Haarlemmerolie zijn. Door dit inflatiebegrip centraal te stellen, zou het eurosysteem als het ware door de directe prijsgevolgen van een schok heen kunnen kijken. Veelal gebeurt dit door prijsfluctuaties van volatiele componenten, zoals energie en voedsel, bij de berekening van de inflatie buiten beschouwing te laten. Het expliciet richten van het monetaire beleid op onderliggende inflatie is echter kwakzalverij, net als Haarlemmerolie. Dit is om twee redenen bezwaarlijk. Het eerste bezwaar is dat beleid dat is gericht op een artificieel concept als onderliggende inflatie ten koste kan gaan van het uiteindelijke doel: prijsstabiliteit. De burger is niet geïnteresseerd in onderliggende inflatie, maar in inflatie zoals hij of zij die in de portemonnee ervaart. Ook het Europese Verdrag richt zich daarom op prijsstabiliteit en niet op onderliggende inflatie.

Olieprijs

Een ander bezwaar tegen een centrale rol voor onderliggende inflatie in het monetaire beleid is dat de analyse wordt vertroebeld door het categorisch uitsluiten van olieprijsstijgingen van het relevante inflatiecijfer. Olieprijsstijgingen hebben zonder twijfel dikwijls ten dele een exogeen karakter. Denk aan een besluit van de opec tot een olieprijsstijging of aan oplopende spanningen in het Midden-Oosten. In geval van een exogene schok is er geen bezwaar alleen bezorgd te zijn voor zover doorwerking optreedt in met name hogere lonen. Achter olieprijsstijgingen gaat echter ook vaak een toename van de economische activiteit schuil. Een olieprijsstijging door meer vraag naar olie, die gepaard gaat met hogere economische activiteit over een breed front, vraagt om een andere monetaire beleidsreactie dan een prijsstijging die wordt veroorzaakt door een exogene neerwaartse aanbodschock.

Opvang schokken

Ook zonder een centrale rol voor onderliggende inflatie, beoogt het beleid van het eurosysteem schokken zo goed mogelijk op te vangen. Door externe schokken kan de inflatie tijdelijk buiten de grenzen van de prijsstabiliteitszone belanden. Dat is een van de redenen waarom de definitie van prijsstabiliteit een middellangetermijnkarakter kent. De andere reden is dat monetair beleid met vertragingen van gemiddeld circa achttien maanden doorwerkt in de inflatie. Toch is het niet goed mogelijk de middellange termijn precies te specificeren. De vertragingen zijn variabel en tussen de beleidsbeslissing en het effect op de inflatie kunnen nieuwe schokken optreden. In dit licht is een tijdelijke inflatie boven twee procent geen ramp, evenmin als een incidentele daling van het prijspeil. Maar uiteindelijk moet het eurosysteem leveren wat beloofd is: prijsstabiliteit. Op basis hiervan legt de Raad van Bestuur van de ecb rekenschap af over de genomen monetaire beleidsbeslissingen.

Consensus rentebeleid

Tot nu toe is er nog geen enkele keer gestemd over het rentebeleid. Dit duidt op een hoge mate van consensus, maar betekent niet dat iedereen het altijd in alles met elkaar eens was. Dat is ook gezond. Consensus wil alleen zeggen dat alle leden van de Raad zich uiteindelijk in het rentebesluit konden vinden. De consensusvorming heeft niet tot vertraging geleid bij de monetaire besluitvorming. De reden hiervoor is dat de Raad van Bestuur, hoewel hij uit achttien leden bestaat, een homogeen karakter kent: de leden hebben een vergelijkbare voorkeur voor prijsstabiliteit. De consensusvorming wordt vergemakkelijkt door de verplichting te streven naar prijsstabiliteit.

Communicatie

Communicatie over het monetaire beleid bleek niet altijd even eenvoudig. Ten eerste zijn beleidsbeslissingen niet altijd goed begrepen door het publiek. Nu het eurosysteem een paar jaar op streek is, is dit probleem verminderd door gewenning van het publiek. Wat erg geholpen heeft, is dat de frequentie van vergaderingen waar over het monetaire beleid wordt gesproken is gehalveerd tot eens per maand. Hierdoor wordt er minder vaak gespeculeerd over op handen zijnde renteveranderingen.

Ten tweede is er - naast een enkele communicatiefout - vooral in het begin bij tijd en wijle te veel gecommuniceerd. Dit klinkt paradoxaal. Het gaat echter om optimale, niet om maximale communicatie. In dit kader heeft de Raad van Bestuur besloten enige tijd voor de maandelijkse rentevergaderingen radiostilte te betrachten over ontwikkelingen die van direct belang zijn voor het monetaire beleid.

Ten derde is communicatie lastig wanneer men zo open wil zijn als de ecb. Hoewel zij geen verslagen van de vergaderingen publiceert, is de ecb de enige grote centrale bank die direct na de besluitvorming een persconferentie geeft om het genomen besluit toe te lichten. Tegelijkertijd wordt een communiqué gepubliceerd waarin de overwegingen die tot het besluit hebben geleid uiteen worden gezet. Voortdurend aandachtspunt is hoe de persberichten van het eurosysteem nog beter inzicht kunnen verschaffen in de overwegingen die tot het rentebesluit hebben geleid.

Het heeft overigens niet veel zin om ook individuele opvattingen van raadsleden over het rentebeleid naar buiten te brengen. Overwegingen voor en tegen een specifiek besluit kunnen in één persoon verenigd zijn. Daarnaast bestaat, in de Europese context, het gevaar dat opvattingen van individuele raadsleden ten onrechte worden gekoppeld aan de economische situatie in hun land van herkomst. Uiteindelijk gaat het om de geloofwaardigheid van het eurosysteem en daar draagt het naar buiten brengen van de opvattingen van individuele raadsleden weinig of niet aan bij.

Conclusie

De strategie zal in de loop der jaren verder worden verfijnd als het eurosysteem leert van ervaringen en wetenschappelijke inzichten. De wijze waarop de doelstelling van prijsstabiliteit wordt verwezenlijkt kan, indien nodig, worden aangepast. De doelstelling zelf staat echter in steen gebeiteld. Op dit moment kan het eurosysteem goed uit de voeten met de strategie. Het flexibele karakter ervan maakt het zeer geschikt om de toetreding van nieuwe lidstaten tot de emu op te vangen.

Dit artikel is gebaseerd op de Tinbergenlezing van de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, die de auteur op 18 oktober 2002 in Amsterdam uitsprak

1 J. Tinbergen, On the theory of economic policy, North-Holland, Amsterdam, 1952.