



Trouw aan de doelstelling?

Auteur(s):

Brzeski, C.

*De auteur is werkzaam bij het ministerie van Financiën.***Verschenen in:**

ESB, 86e jaargang, nr. 4297, pagina 203, 2 maart 2001

Rubriek:**Trefwoord(en):**

rentebeleid

Met de recente renteverlaging van de Fed is de discussie opgegaard welke doelstellingen centrale banken in de praktijk hanteren. Wat waren de prioriteiten van de Fed, de Bundesbank en de ECB?

In het algemene klimaat van mondiale groeivertraging is de ECB inmiddels de enige centrale bank van de G7 die recentelijk niet haar rentetarieven heeft verlaagd. 'Aanvoerder' van de renteverlagingen was de Fed die op een tot nog toe ongekende wijze op een mogelijke recessie in de VS heeft gereageerd. Zowel de omvang als de timing van het eerste besluit van het FOMC (Federal Open Market Committee) waren verrassend. Nooit eerder heeft de Fed onder het voorzitterschap van Alan Greenspan besloten tot een omMEzwaai van het monetair beleid met een renteverlaging met vijftig basispunten, en dat tussen twee vergaderingen door. Zowel deze stap als ook de onveranderde rentetarieven van de ECB hebben opnieuw geleid tot een discussie over de beleidsdoelstellingen van de Fed en de ECB.

In deze bijdrage wordt gekeken of het daadwerkelijke monetair beleid van de Fed en de ECB afwijkt van de formele taakopdracht. Omdat de ECB nog niet een volledige conjunctuurencyclus heeft meegemaakt, kijken wij ook naar de Bundesbank, die voor de start van de EMU in feite de centrale bank van Europa genoemd kon worden.

Daartoe kijken we eerst naar de formele taakopdracht van de centrale banken. De Fed heeft prijsstabiliteit en de evenwichtige economische groei als formele taakopdracht gekregen. De Bundesbank en de ECB daarentegen kijken primair naar prijsstabiliteit, maar hebben daarnaast ook een opdracht het economische beleid van de regering te steunen. Uit de taakopdrachten valt echter niet af te leiden welke prioriteit op korte termijn aan de doelstellingen wordt gegeven¹. Vandaar dat wij op basis van werkelijke beleidsbeslissingen willen zien welke doelstellingen in de praktijk de meeste prioriteit krijgen bij de drie centrale banken. Wij leiden daarbij de daadwerkelijke beleidsdoelstellingen af met de Taylor-regel.

De regel van Taylor

De econoom John B. Taylor² heeft in 1993 een eenvoudige regel voor het monetaire beleid van de Fed gepresenteerd³. Volgens deze regel laat het monetair beleid van de Fed - zoals gemeten door de korte rente - zich beschrijven als een reactie op twee variabelen: enerzijds de afwijking van de huidige inflatie van de inflatiedoelstelling (inflatie gap) en anderzijds de afwijking van de bbp-groei van de trendmatige groei (output gap)⁴. De regel van Taylor gaat uit van een inflatiedoelstelling van de Fed van twee procent. De Taylor-rente wordt bepaald door de korte reële evenwichtsrente (vastgelegd op twee procent) plus de afwijkingen van zowel de inflatie van de inflatiedoelstelling alsook van de bbp-groei van de trendmatige groei. Als de economische groei boven zijn potentiële groei komt en de inflatie boven de doelstelling, zou de Fed de rente moeten verhogen.

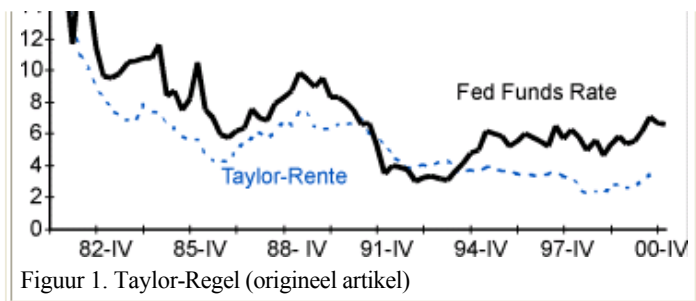
De Taylor-regel geniet een toenemende populariteit bij professionele en wetenschappelijke 'central bank watchers'. Door in tegenstelling tot Taylor het gewicht dat aan de doelstellingen inflatie en groei wordt toegekend empirisch te schatten, wordt het mogelijk om ex post uitspraken te doen over de werkelijke prioriteiten van centrale banken⁵. Ook variëren we andere door Taylor gepostuleerde intuïtieve veronderstellingen, zoals de hoogte van de inflatiedoelstelling en de korte evenwichtsrente. Dit mede omdat de oorspronkelijke Taylor-regel het monetair beleid niet altijd goed verklaart.

Monetair beleid VS

De doelen van de Fed werden niet tijdens haar oprichting in 1913 vastgesteld, maar pas in 1946 in de Employment Act. "The objective of monetary policy is to influence the country's economic performance to promote stable prices, maximum sustainable employment, and steady economic growth."

De Taylor-regel in de originele vorm geeft een aardig beeld van het werkelijke renteverloop tot 1992, maar slaagt er niet in om het monetaire beleid van de Fed aan het einde van de jaren negentig te beschrijven (zie [figuur 1](#)). Vanaf 1995 laat de grafiek een grote structurele onderschatting van de Fed Funds rate zien.



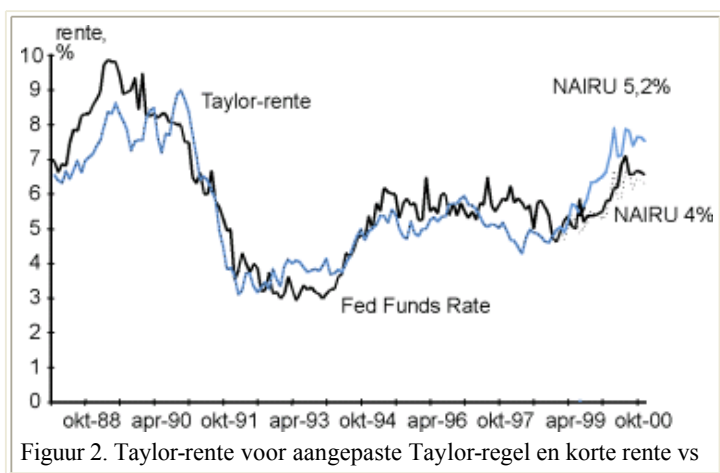


Figuur 1. Taylor-Regel (origineel artikel)

Aanpassingen Taylor-regel VS

Drie modificaties van de originele Taylor-regel blijken een betere beschrijving te geven van het monetair beleid van de Fed. Ten eerste maken wij gebruik van maandelijkse cijfers om zo dichterbij de beleidsmakende realiteit van de Fed te komen. Ten tweede blijkt een veronderstelde inflatiedoelstelling van drie procent een betere fit te geven. Gezien het feit dat de inflatie in de VS in de jaren negentig hoger was dan in Duitsland en nu in de eurozone, lijkt dat een plausibele veronderstelling. Tenslotte hebben we gekeken naar verschillende indicatoren van de output gap.

De wettelijke doelstellingen van de Fed volgend, hebben wij getest welke resultaten een vervanging van de output gap door de werkloosheid ten opzichte van de NAIRU opleveren⁶. In de recente discussie gaat het binnen en buiten de Fed om de hoogte van de NAIRU. Bedraagt deze vier of vijf procent of vijf procent van de beroepsbevolking is hier de vraag. Door de veranderingen in het kader van de nieuwe economie zijn er steeds meer aanhangers van de veronderstelling dat de NAIRU vier procent is, onder wie ook Alan Greenspan. Anderen, bijvoorbeeld ex-Federal Reserve governor Lindsey, zijn voorstander van de these dat de NAIRU nog steeds zo'n vijf procent bedraagt. De OESO heeft recent de NAIRU voor een aantal landen berekend. In de VS bedroeg deze in 1990 5,4 procent en in 1999 5,2 procent. [figuur 2](#) laat zien dat de Taylor-regel met een NAIRU van 5,2 procent duidelijk een beter beeld van de werkelijke rente weer kan geven dan de originele Taylor-regel met de output als maatstaf. Als wij vanaf 1999 uitgaan van een NAIRU met vier procent zijn de Taylor-rente met vier procent en de werkelijke rente bijna identiek. Deze aanpassing heeft geleid tot een nog betere fit. Ook de recente renteverlaging wordt door de aangepaste Taylor-formule beschreven.



Figuur 2. Taylor-rente voor aangepaste Taylor-regel en korte rente vs

Uit onze analyse kunnen wij concluderen dat de Fed bijna dezelfde prioriteit aan de afwijkingen van de werkloosheid op de NAIRU en aan de afwijkingen van de inflatie op de doelstelling van drie procent heeft gegeven.

Bundesbank

De statuten van de Bundesbank zijn niet zo duidelijk op prijsstabiliteit gericht als vaak wordt gedacht. Het woord prijsstabiliteit wordt niet eens als doelstelling genoemd. "Die Deutsche Bundesbank regelt ... den Geldumlauf und die Kreditversorgung der Wirtschaft mit dem Ziel, die Wahrung zu sichern...Die Deutsche Bundesbank ist verpflichtet, unter Wahrung ihrer Aufgabe die allgemeine Wirtschaftspolitik der Bundesregierung zu unterstutzen". Uit de statuten blijkt dus dat de Bundesbank niet alleen de taak om voor een stabiele munt te zorgen ('Sicherung der Wahrung'), maar ook een geconditioneerde opdracht heeft gekregen om voor de economische groei te zorgen.

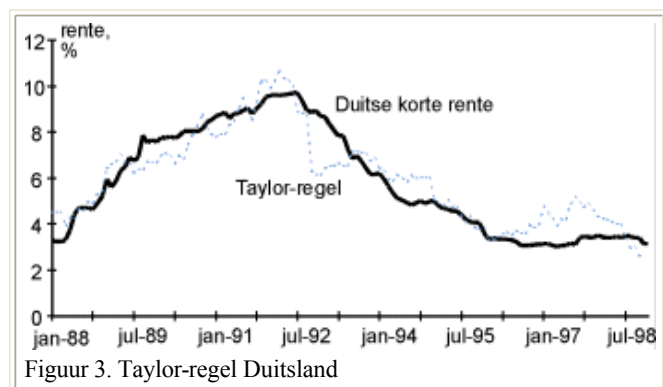
Geen inflatiehavik

Uit onze empirische schatting van de gewichten voor inflatie en groei in de jaren negentig blijkt dat de Bundesbank zowel prioriteit aan de inflatie gap (gemeten met de Duitse CPI) als aan de output gap heeft gegeven. De geschatte coefficient voor de output gap is echter lager dan bij de Fed. In tegenstelling tot de resultaten voor de Fed, leidt het gebruik van de NAIRU niet tot een betere fit (mogelijk doordat de ontwikkeling op de arbeidsmarkt in Oost- en West Duitsland heel verschillend is).

Ten opzichte van de Fed lijkt de Bundesbank dus iets minder prioriteit te hebben gegeven aan economische groei. Ondanks de reputatie van de Bundesbank als inflatiehavik, heeft de Bundesbank echter zeker niet uitsluitend naar de ontwikkeling van de inflatie gekeken⁷.

[figuur 3](#) laat zien dat de door ons afgeleide Taylor-rente behalve enkele uitzonderingen een goed beeld van de werkelijke Duitse rente geeft. Echter, de renteverlagingen in 1992 kwamen volgens de Taylor-regel te laat. In 1997 was de negatieve output gap afgenomen, wat

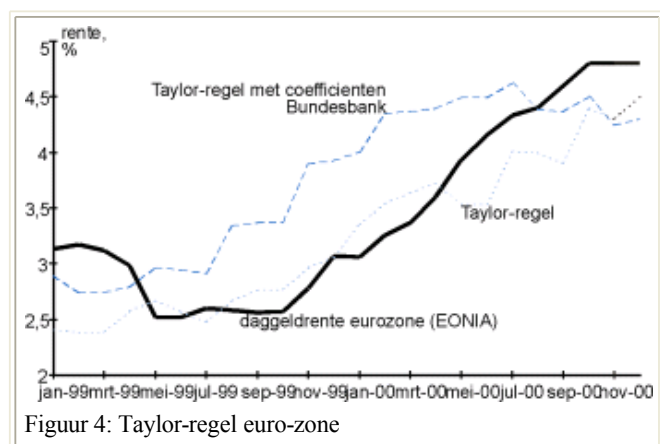
niet tot een renteverhoging door de Bundesbank heeft geleid. De oorzaak voor de in werkelijkheid hogere rente in 1998, is waarschijnlijk de start van de EMU. De Bundesbank zal hier op externe (buitenlandse) factoren gereageerd hebben en niet op interne. Duitsland had vlak voor het begin van EMU al de laagste rente van het eurogebied. Het renteverskil binnen de toekomstige eurozone moest niet nog groter worden. Lagere groei en lage inflatie hadden wel kunnen verantwoorden om de rente te verlagen. Hieruit blijkt opnieuw dat de Bundesbank geen pure 'inflation targeter' was. Blijkbaar heeft ze haar statuten flexibel geïnterpreteerd.



ECB

De statuten van de ECB zijn in feite een verdere ontwikkeling van de Bundesbank statuten. De woordelijke inhoud geeft echter meer duidelijkheid over prijsstabiliteit als doelstelling dan de Bundesbank statuten. "The primary objective of the escb shall be to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, the escb shall support the general economic policies ..." Heeft de ECB in de eerste twee jaren van haar bestaan net als de Bundesbank haar wettelijke doelstelling ruim geïnterpreteerd?

Een nadeel van eerdere studies waarin de Taylor-regel voor de eurozone wordt geschat, is dat zij vaak alleen de periode tot 1998 beschrijven ⁸. Een periode waarin nog geen monetair beleid door de ECB werd gevoerd. Onze onderzoeksperiode vangt aan op 1 januari 1999. Uit de schattingen volgt, dat de werkelijke rente in de eurozone het best kan worden beschreven als alleen de inflatie gap samen met een natuurlijke nominale rente wordt bekeken. De inflatie gap heeft een coëfficiënt van 1. Dit betekent dat de ECB in de praktijk nauwelijks gewicht toegekend lijkt te hebben aan outputstabilisatie, in overeenstemming met haar formele taakopdracht. Dat was wellicht ook niet nodig omdat de ECB nog geen volledige conjunctuurcyclus heeft doorgemaakt. [figuur 4](#) laat het resultaat zien. Hieruit blijkt dat in vergelijking met de Fed en de Bundesbank, de ECB dus volle prioriteit aan prijsstabiliteit geeft.



Beperkingen

Voor de afsluitende analyse van de beleidsdoelstellingen van Fed, ECB en Bundesbank mag niet vergeten worden dat ook de Taylor-regel zijn grenzen heeft. De Taylor-regel heeft een terugkijkend karakter. De regel maakt gebruik van al gerealiseerde data, terwijl het monetair beleid in de praktijk juist toekomstgericht is. Dit feit maakt de Taylor-regel ongeschikt als beleidsinstrument. Verder moet bedacht worden dat er een zekere wisselwerking bestaat tussen economische groei en inflatie. Immers, als de Fed alleen een inflatiedoelstelling zou hebben, kan het ook van belang zijn om op de output gap te letten omdat deze een vooruitlopende indicator voor de inflatie is. Zelfs als aan beide doelstellingen een gelijk gewicht zou worden toegekend, is het verklaarbaar dat in de schattingen de output gap een grotere coëfficiënt heeft dan de inflatiegap. Voor het ex post gewicht toekennen van beleidsdoelstellingen blijft de Taylor-regel echter een aardig instrument dat vooral door zijn eenvoud goed bruikbaar is.

Conclusie

Het belangrijkste resultaat uit onze schattingen is dat Fed en Bundesbank bijna evenveel prioriteit aan de inflatiegap als aan de groeigap hebben gegeven. De Bundesbank heeft hierbij iets meer prioriteit aan prijsstabiliteit gegeven dan de Fed. De ecb heeft haar monetair beleid primair op prijsstabiliteit gericht.

De Fed hanteert volgens de Taylor-regel waarschijnlijk een impliciete inflatiedoelstelling van rond drie procent. Blijkbaar heeft ze een andere impliciete kwantitatieve prijsstabiliteitsdoelstelling dan de ECB die prijsstabiliteit heeft gedefinieerd als een inflatie van onder de twee procent op middellange termijn. Een toepassing van de Taylor-regel op het monetair beleid van de ECB levert nog problemen op

door een gebrek aan data. Onze analyse laat zien dat het monetair beleid van de ECB primair gericht op is prijsstabiliteit, in overeenstemming met haar taakopdracht.

Met de recente renteverlagingen is de Fed gewoon haar wettelijk behaalde dubbele doelstelling nagekomen: ondanks de nog steeds hoge inflatie heeft het vooruitzicht van een lagere toekomstige economische groei nu al tot een renteverlaging geleid.

1 Het is *common understanding* dat op middellange termijn prijsstabiliteit best kan zorgen voor aanhoudende economische groei.

2 Taylor werd recentelijk benoemd als nieuwe Undersecretary of International Finance van het Amerikaanse Treasury,

3 J.B. Taylor, Discretion versus policy rules in practice, in: *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1993, blz. 195-21

4 $Itaylor = p + i^{*re\acute{e}l} + a * (p - p^{*}) + b * (y - y^{potentieel})$, waarbij p = inflatie, y = bbp - groei, $i^{re\acute{e}l}$ = evenwichtige reële korte rente, $a = b = 0,5$.

5 In onze analyse hebben wij een aantal modificaties doorgevoerd. Door het openbreken van Taylor's intuïtieve veronderstellingen hebben wij ook de evenwichtswaarden voor de rente en de potentiële groei gevarieerd en door een regressieanalyse berekend. Verder hebben wij verschillende doelstellingen voor de inflatie getest.

6 Dat is de non-accelerating inflation rate of unemployment.

7 De geschatte coëfficiënten van de aangepaste Taylor-formule bedroegen voor de Fed: 0,28 voor de inflatie en 0,86 voor de economische groei. Bij de Bundesbank bedroegen deze coëfficiënten respectievelijk 0,27 en 0,76.

8 R. Clarida en M. Gertler, Monetary policy rules in practice. Some international evidence, in: *European Economic Review* (1998), blz. 1033 - 1067; en J. Kakes, De regel van Taylor en het monetaire beleid van het Eurosystem, in: *Maandschrift Economie*, 2000, blz. 90-104.