

Fed watching

D.M. Jones, The politics of money. The Fed under Alan Greenspan, New York Institute of Finance, 1991, 273 blz.

Als gevolg van de enorme begrotingstekorten en de Budget Enforcement Act van oktober 1990 om die tekorten geleidelijk terug te dringen, is het voor de Amerikaanse overheid bijna onmogelijk geworden om stimulerende maatregelen te nemen. Het economische beleid moet zich ter bestrijding van de recessie beperken tot een smeekbede aan de Federal Reserve Board om de rente te verlagen. Het optreden van deze 'onafhankelijke instelling binnen de overheid' wordt door de financiële wereld dan ook met meer dan gewone belangstelling gevolgd.

The politics of money van David Jones sluit direct bij deze grote interesse aan. De auteur volgt dagelijks intensief het doen en laten van de Fed ('Fed watching') in dienst van A.G. Lanston & Co., een effectenmakelaar in New York. Hij is vaak te zien op CNN-televisie en wordt regelmatig aangehaald in de kolommen van de *Wall Street Journal*. Jones is als econoom werkzaam geweest bij Irving Trust en bij de Federal Reserve Bank of New York.

Eerder schreef David Jones *Fed watching and interest rate projections*¹, een praktische gids voor beleggers in obligaties en aandelen, die meer willen weten van het beleid van de Federal Reserve en de factoren die daarop van invloed zijn. In dat boek worden vooral de monetaire doelstellingen belicht en de technieken van de Fed uitgelegd. Bovendien wordt enige aandacht geschonken aan persoonlijkheden en achtergronden gedurende de periode 1979-'87, de jaren waarin Paul Volcker voorzitter van de Federal Reserve Board was. *The politics of money* pretendeert eveneens inzicht te bieden in het beleid van de Fed, sinds 1987 onder voorzitterschap van Alan Greenspan, zodat de belegger c.q. de lezer beter op rentewijzigingen kan anticiperen.

Toch zijn het twee heel verschillende boeken geworden. *Fed watching* weet op heldere wijze in twee hon-

derd pagina's, inclusief inleiding, noten en appendices, de lezer vertrouwd te maken met begrippen uit de Amerikaanse monetaire politiek als 'discount window borrowing', 'nonborrowed reserves' en de verschillende procedures om de reserves te controleren. De lezer krijgt een 'gereedschapskist' aangereikt om de Fed in zijn dagelijkse operaties te kunnen volgen. Actuele gebeurtenissen worden aangehaald om de technische concepten toe te lichten.

Ook in *The politics of money* is de schrijfstijl helder, maar hier gaat de auteur minder diep in op de moeilijke zaken. Monetaire begrippen als 'excess reserves' en 'free reserves' worden bij voorbeeld helemaal niet behandeld. In deel 1 (Policy process and indicator), de 67 pagina's waarin *Fed watching* als het ware wordt samengevat, wordt ook een 'how to do it list' gepresenteerd, maar het is niet waarschijnlijk dat de belegger hier veel mee begint.

In deel 2 (Fed leaders, power, politics) komen de Fed-voorzitters aan de orde. Daarbij gaat het om de vragen hoe hun persoonlijkheden van invloed zijn geweest op de vormgeving van het monetaire beleid en in welke mate zij de onafhankelijkheid van de Fed hebben kunnen handhaven. Verschillende redenen zijn volgens Jones aan te geven waarom het maken van monetair beleid meer een kunst is dan een wetenschap, onder andere omdat het theoretisch kader voor het monetaire beleid zich nog steeds ontwikkelt en de monetaire verbanden met de reële economie soms zeer onzeker zijn. Dientengevolge ontwikkelt elke Fed-beleidsmaker zijn eigen kader; het beste waarop je kan hopen is dat hij of zij binnen het eigen kader consistent optreedt. Daarom moeten beleggers zoveel mogelijk aan de weet zien te komen over het kader dat de Fed-voorzitter hanteert en zijn persoonlijke eigenschappen.

De zeven voorzitters

In een beoordeling van de zeven voorzitters sinds 1934 scoort Alan Greenspan niet zeer hoog. Hij is intelligent, hij kan goed luisteren en tracht – in tegenstelling tot Paul Volcker – eerder te overreden dan te domineren en zijn bekwaamheid als 'numbers cruncher' (supercijferaar) wordt geprezen. Maar tegelijk wordt hem verweten alle economische variabelen tegelijk in de gaten te willen houden waardoor de Fed besluiteloos wordt, omdat de signalen tegenstrijdig zijn, zoals in de eerste helft van 1990 het geval was. In een lijstje dat Jones op blz. 89 geeft, maar waarvan de criteria voor de punttoekenning niet worden vermeld, krijgen drie voorzitters een 'A grade': Mariner Eccles (1934-'48), William McChesney Martin (1951-'70) en Paul Volcker (1979-'87). Een 'B' is er voor Greenspan, terwijl Arthur Burns (1970-'78) een 'C' krijgt. Thomas McCabe (1948-'51) en G. William Miller (1978-'79) krijgen slechts een 'D'. Blijkbaar kunnen de financiële markten zich ook wel eens vergissen, want eerder (blz. 52) beweert Jones: "Modern Fed chairmen are chosen, in effect, by the financial markets. The political process is secondary. Typically, the White House leaks to the press a list of potential nominees for the top job at the US central bank and leaves the choice largely to the collective judgment of the financial markets" ('market Darwinism').

In de rest van het boek wordt in vogelvlucht een aantal onderwerpen behandeld die in meer of mindere mate het beleid van de Federal Reserve beïnvloeden. In deel drie (Confidence in the financial system) komen aan de orde: de spaarbankcrisis, de problemen van de commerciële banken, de run op de First Republic Bank in maart 1988 en de problematiek van de leveraged buy outs. Tevens behandelt David Jones de 'credit squeeze': de terughoudendheid van de banken in hun kredietverlening, ook aan kredietwaardige debiteuren. Hij ziet dat als de hoofdoorzaak van de recessie in de Verenigde Staten. Erg overtuigend is hij hierbij niet. Zo gaat hij eerder (blz. 40 e.v.) in op de zeer hoge vlucht die de niet-bancaire financiering van het bedrijfsleven heeft geno-

1. D.M. Jones, *Fed watching and interest rate projections*, New York Institute of Finance, 1976 en 1986.

men (effectisering), maar in hoeverre de conjunctuur dan toch afhankelijk is van de beschikbaarheid van bankkrediet wordt niet duidelijk. In deel 4 komen twee internationale onderwerpen aan de orde: de koppeling en ontkoppeling van de rente in de VS en het buitenland en de oprichting van de Europese Centrale Bank. De machtsbalans die in het Federal Reserve System is gevonden tussen de (centrale macht van de) Federal Reserve Board en de twaalf Federal Reserve districtsbanken kan als voorbeeld dienen voor de verhouding tussen de ECB en de twaalf EG-lidstaten². Met name gaat om het ontwikkelingsproces dat heeft geleid tot de geleidelijke centralisatie van macht bij de Board in Washington. Zoals de New York Reserve Bank door zijn specialisatie in internationale aangelegenheden op dit gebied langzamerhand de overhand kreeg, zo zouden bij voorbeeld de Duitse monetaire autoriteiten, onder leiding van de Eurofed, het open-marktbeleid in de EMU moeten uitvoeren, de Engelsen zouden de valuta-interventies moeten doen en de Fransen zouden het toezicht op het bankwezen moeten uitvoeren. Voor de centrale banken van de kleinere lidstaten kon Jones blijkbaar niet zo gauw taken bedenken.

Conclusie: *The politics of money* geeft een aardige, maar oppervlakkige indruk van de economische problematiek in Amerika en de rol van de Fed daarin. Echter, de belegger die denkt met het boek in de hand voorspellingen over de rente-ontwikkeling te kunnen doen, komt bedrogen uit. Daarvoor kan hij beter terecht bij het eerdere boek van Jones.

Franke Burink

De auteur is een 'Fed watcher op grote afstand' op de Economische Afdeling van de ABN AMRO Bank.

2. Zie ook de boekbespreking van M.M.G. Fase in *ESB* van 30 oktober 1992 over C.H. Moore, *The Federal Reserve System: a history of the first 75 years*.