

Het gedrag van centrale banken

A. Cukierman, *Central bank strategy, credibility, and independence*, MIT Press, Cambridge, Mass./Londen, Engeland, 1992, 496 blz., f 145,50

Centrale banken staan thans meer dan ooit in het centrum van de aandacht. Deze belangstelling is vooral gevoed door het Verdrag van Maastricht, de actualiteit van de EMU en het daarin voorziene Europese Stelsel van Centrale Bank. Dit laatste stelt aan de nationale banken uit de lidstaten speciale eisen ten aanzien van hun onafhankelijkheid en sluit monetaire financiering vanwege de centrale banken uit.

Toch is de wetenschappelijke aandacht voor het gedrag en functioneren van centrale banken nooit opvallend groot geweest. Klassiek zijn de geschriften van Smith en De Kock, maar deze zijn vrij oud en gedateerd¹. Van recentere datum is het kleine maar voldragen en theoretisch interessante boekje van Goodhart over de wording van moderne centrale banken alsook de heropleving van de aandacht voor het zogeheten free banking-verschijnsel dat sommigen als abstract alternatief voor centrale banken zien². Wetenschappelijke monetaire tijdschriften besteden vooral aandacht aan heel specifieke onderwerpen als de reactiefuncties van een centrale bank, het beleidsdilemma belichaamd in de afruil tussen inflatie en werkloosheid, open-markt- of interventiepolitiek, of aan de mate van beleidsautonomie.

Het proces van het onafhankelijk maken van centrale banken in de lidstaten met depolitisering van de beslissingsbevoegdheden is inmiddels bij de Europese lidstaten in volle gang. Voorts is het Verdrag van Maastricht in werking getreden en is de Europese Unie een feit, terwijl vestigingsplaats en president van het Europees Monetair Instituut – de voorloper van het Europese Stelsel van Centrale Bank – zijn vastgesteld resp. benoemd. In dit licht lijkt de omvangrijke en diepgravende mono-

grafie van Cukierman *Central bank strategy, credibility and independence* grote actualiteitswaarde te bezitten. De in dit boek gekozen theoretische invalshoek sluit nauw aan bij de moderne inzichten uit de macro-economie en monetaire theorie. Hierin staan begrippen als dan niet volledige informatie, vorming van verwachtingen en tijdsconsistentie van beleid centraal, terwijl wiskunde en speltheorie dienen als onmisbare hulpmiddelen voor de analyse.

Opzet van het boek

Vier motieven voor geldgroei-beleid
Aanhoudende inflatie is alleen mogelijk bij gestage groei van de geldhoeveelheid. Deze algemene constatering vraagt om een verklaring van het toelaten daarvan door de monetaire autoriteiten. Dit vormt het uitdrukkelijke uitgangspunt van Cukierman's analyse van de motieven die ten grondslag liggen aan het geldhoeveelheidsbeleid van centrale banken.

Volgens Cukierman valt alle centrale-bankgedrag voor het geldhoeveelheidsbeleid terug te voeren tot vier motieven. Deze zijn het werkgelegenheidsmotief, het opbrengstmotief, het betalingsbalansmotief en het stelselmotief. Centraal in het gedrag staat sturing van de geldgroei ter beheersing van de inflatie en eventueel werkgelegenheid, waarbij de aanpassingskosten voor de gehele economie zo gering mogelijk dienen te blijven. Vertaald naar de gangbare typologie van een monetaire beleidsstrategie zou zijn analyse van de vier motieven voor een geldhoeveelheidsbeleid opgevat kunnen worden als een rechtvaardiging van de geldhoeveelheid als monetair tussendoel of intermediaire beleidsdoelstelling, met prijsstabiliteit en werkgelegenheid als finale beleidsdoelstellingen. Werkgelegen-

heid in dit verband staat natuurlijk ook voor economische groei waarvoor prijsstabiliteit gunstig is, al zegt Cukierman dat niet met zoveel woorden.

De rol van beschikbare informatie
De beleidsdoelstellingen van centrale bank en die van de politieke machthebbers lopen niet altijd parallel. Dit betekent dat een speltheoretische verbeelding een natuurlijk raamwerk verschaft om de uiteenlopende zienswijzen op het wenselijke te analyseren. De voor de spelers beschikbare informatie is voor de uitkomst van deze analyse van wezenlijk belang.

Twee situaties worden onderscheiden. Enerzijds die van publieke of volledige informatie waarbij geen enkele speler een informatievoorsprong bezit. Anderzijds de situatie waarbij sommige deelnemers over meer informatie inzake beleidsdoelstellingen, economische samenhangen of uitkomsten beschikken dan anderen. Dit is de wereld met asymmetrische informatie. In Cukierman's opzet is het meestal de centrale bank die een informatievoordeel bezit en de private sector die een informatieachterstand heeft.

Reikwijdte

De bovenvermelde vier motieven en de wereld met volledige of symmetrische informatie komen aan de orde in deel I. De nadere analyse van informatie, dat wil zeggen de asymmetrie in de beschikking daarover en de daaruit voortvloeiende veranderlijke beleidsdoelstelling van de monetaire autoriteit, vormt de hoofdinhoud van de delen II en III. Daar worden de gevolgen van schokken voor beleidsdoelstellingen, geloofwaardigheid en reputatie van de centrale bank uitgewerkt en met voorbeelden geïllustreerd. Ten slotte richt deel IV zich op de samenhang tussen centrale-bankautonomie en beleidsresultaten.

1. V.C. Smith, *The rationale of central banking*, P. King & Son, Westminster, 1936; M.H. de Kock, *Central Banking*, Staples Press, Londen, 1939 (3e druk 1954).
2. Ch. Goodhart, *The evolution of central banks*, MIT Press, Cambridge/Londen, 1988; G.A. Selgin, *The theory of free banking*, Cato Institute, 1988; L.H. White, *Free banking in Britain: theory, experience, and debate 1800-1845*, Cambridge University Press, New York 1984.

Bovenstaande globale weergave van de inhoud geeft reeds aan dat Cukierman een caleidoscopisch boek over tal van aspecten van het gedrag van centrale banken en hun monetair politiek heeft geschreven. Om enig gevoel te geven voor de analytische rijkdom en de reikwijdte van de beleidsimplicaties van deze monografie, zal ik een paar onderwerpen iets uitvoeriger belichten.

De vier motieven nader bezien

De gedachtengang van Cukierman kan goed geïllustreerd worden door de vier motieven die, in de zienswijze van de auteur, ten grondslag liggen aan het gedrag van centrale banken enigszins uit te werken. Op zichzelf zijn deze motieven niet opzienbarend; de rechtstreekse verbinding die Cukierman legt met het geldhoeveelheidsbeleid wel.

Werkgelegenheid

Volgens Cukierman dient een geldgroeibeleid voor het realiseren van stabiele prijzen en volledige werkgelegenheid. Dit is interessant omdat het werkgelegenheidsmotief, anders dan de overige motieven, een *finale* beleidsoogmerk betreft. Het werkgelegenheidsmotief keert dan ook telkens terug in dit boek en vormt als het ware een draaipunt in Cukierman's betoog.

De gangbare opvatting in de macro-economie is dat de economische activiteit en daarmee de werkgelegenheid slechts kunnen worden beïnvloed door onverwachte monetair schokken.

Nu kan de monetair autoriteit volgens Cukierman dankzij de aanwezigheid van asymmetrische informatie onverwachte inflatie bewerkstelligen en daarmee werkgelegenheid en productie tijdelijk beïnvloeden. Doordat het publiek dit leert, ontstaat een samenhang tussen de uitkomsten per periode en daarmee tijdsinconsistentie. Ter toelichting moge dienen dat een onverwacht inflatoir beleid bij herhaling alsnog voorspelbaar wordt, ook als het gebaseerd is op een informatievoorsprong. De korte-termijnwinst in termen van productie en werkgelegenheid blijft dan niet behouden, maar gaat wel ten koste van hogere inflatieverwachtingen op de langere termijn.

Seigniorage-inkomsten

Monetaire financiering van de overheidsuitgaven betekent dat via geldcreatie beslag kan worden gelegd op goederen en diensten. Aldus verwerft de overheid reële waarden om niet. Cukierman voert dit opbrengstmotief op als één van de beweegredenen voor het gedrag van monetair autoriteiten, maar merkt ook op dat de aldus te verwerven bate vaak onderhevig is aan wettelijke en institutionele beperkingen die in bepaalde landen seigniorage zelfs praktisch uitsluiten.

Het staatje dat hij in dit verband op blz. 48-49 toont over de periode 1971-1982 is onthullend. Enerzijds laat zijn tabel zien dat in de zes landen waarin seigniorage meer dan 20% van de overheidsinkomsten uitmaakt (Bolivia, Ghana, Jordanië, Mexico, Peru en Uganda) de gemiddelde inflatie vaak 30% of meer is. Anderzijds blijkt eruit dat er ook landen zijn met gemiddeld hoge inflatie, bij voorbeeld het Verenigd Koninkrijk of Finland, zonder noemenswaardige seigniorage-inkomsten. Deze cijfers laten zien dat het begrip seigniorage, zoals opgevat door Cukierman, voor een moderne, niet erg chartaal georiënteerde volkshuishouding met nauwelijks monetair financiering, minder doelmatig is.

Betalingsbalans

Minder overtuigend is wellicht eveneens het betalingsbalansmotief voor monetair expansie, zoals dat door Cukierman ten tonele wordt gevoerd. Achter dit motief gaat een analyse schuil van de voorwaarden waaronder een nominale wisselkoersdeprecieatie de lopende rekening gunstig beïnvloedt. De effectiviteit van zo'n beleid ter correctie van een tekort op de lopende rekening zonder de prijsstabiliteit in gevaar te brengen, blijkt gering. Gegoten in een speltheoretische opzet blijkt voorts dat bindende regels van de beleidsmakers (bij voorbeeld een geldgroeiregel) in deze vaak ongunstiger uitwerken dan discretionair beleid (fine tuning).

Enigszins verwarrend is echter dat de discussie van Cukierman eerder het wisselkoersbeleid betreft dan beheerste geldgroei als de intermediaire monetair beleidsdoelstelling. Eigenlijk gaat het hier om een door een monetair expansie veroorzaakte devaluatie. Voor een Nederlander is het verder wat vreemd om de betalingsbalansdoelstelling te bezien als afge-

leide van een geldgroeibeleid en niet als finale beleidsdoelstelling. De indruk ontstaat dat het Cukierman eerder gaat om een analyse van de heel speciale ervaring in Israël dan om een afgewogen algemene analyse.

Financiële stabiliteit

Heel interessant is Cukierman's analyse van het financiële stabiliteitsmotief in het centrale-bankgedrag. Dit hoofdstuk bespreekt twee hypothesen over de uiteindelijke doelstelling van monetair beleid en derzelve gevolgen voor het rentebeloo.

De eerste hypothese stelt dat de zorg voor de stabiliteit van het financiële stelsel de bereidheid moet meebrengen daarvoor de prijsstabiliteit desnoods op te offeren, omdat de eerste fundamenteeler is. De tweede hypothese is dat het streven naar een optimale seigniorage zich weerspiegelt in het rentebeloo.

De hypothese omtrent de afruil tussen inflatie en financiële stabiliteit is gebaseerd op het ervaringsfeit dat rentevolatiliteit de rentemarge en daarmee de winstgevendheid van het bankwezen aantast. Dit bedreigt de stabiliteit van het financiële stelsel. De versoepeling door de centrale bank ten aanzien van de reservevereisten door het bankwezen zou, aldus Cukierman, resulteren in monetair verruiming en de doelstelling van prijsstabiliteit in gevaar brengen. Dit is een levensgroot beleidsdilemma. De auteur geeft een elegante en logische uitwerking van dit dilemma, waarbij hij gebruik maakt van de analytische veronderstelling van uitruil tussen inflatie en bankwinsten. Cukierman's oplossing voor het dilemma laat zien dat beleidsvoorkeuren doorslaggevend zijn.

De hypothese van de optimale seigniorage, Cukierman's andere invalshoek, betreft de zienswijze dat muntloon een vorm van belastingheffing is, waarin de rente de rol speelt van disconteringsvoet. De achterliggende gedachte is dat het beleid wel de nominale maar niet de reële rentevoet kan beïnvloeden. De verbindende schakel tussen deze ogenschijnlijk los van elkaar staande hypothesen is dat beide de mogelijkheid analyseren om via monetair beleid geaccumuleerde welvaartsverliezen te voorkomen. Dit is de voornaamste rechtvaardiging voor de aandacht die Cukierman aan het gladstrijken van de rentevolatiliteit schenkt.

Evaluatie motieven

Cukierman's nadrukkelijke aandacht voor de vier motieven is wat tweeslachtig, vooral omdat ze zeer ongelijkwaardig zijn en in de beleidspraktijk zo ook worden gehanteerd. Voor sommigen is het werkgelegenheidsmotief veruit dominant, ten koste van de andere motieven. Het opbrengstmotief lijkt nauwelijks van belang voor het geldgroeibeleid, terwijl het betalingsbalansmotief hier niet eens op van toepassing lijkt te zijn. De ongelijkwaardigheid van de motieven komt ook tot uitdrukking in de beleidspraktijk, waar alleen werkgelegenheid op een gelijk niveau met prijsstabiliteit wordt gesteld.

Wat het geldgroeibeleid zelf betreft, is opvallend dat dit de enige vorm van monetair beleid is die Cukierman behandelt. Over de mogelijkheid rentebeleid te zien als een theoretisch gelijkwaardig alternatief voor dit beleid wordt geheel niet gerept en dit is vreemd in een theoretische verhandeling. Het feit dat in sommige landen de rente erg gepolitiseerd is doet hieraan niets af³.

Informatie en stabilisatie

Een geheel ander voorbeeld is de analyse van de mogelijkheid van een monetair stabilisatiebeleid. De informatie betreft meestal de schokken die het economisch systeem ondergaat en het beleid waarmee centrale banken op deze schokken reageren. Om verschillende redenen heeft een centrale bank informatievoordelen, waarvan sommige van korte duur zijn, maar andere een langer leven is beschoren. Het is deze informatievoorsprong van de centrale bank, zo laat Cukierman bij uiteenlopende veronderstellingen zien, die monetair stabilisatiebeleid mogelijk maakt.

Twee interessante illustraties noem ik hier. De eerste is die waarin Cukierman aantoonde dat de afwijking van de verwachte geldgroei bij asymmetrische informatie niet per se groter is dan bij volledige informatie, die immers volstreekte anticipatie toelaat. Achtergrond hiervoor zijn de uiteenlopende inflatieverwachtingen bij centrale bank en private sector en de doorwerking daarvan naar de toekomst. Dankzij informatie-asymmetrie doet tijdsinconsistentie zich niet voor.

De tweede illustratie heeft betrekking op een opwaarts inflatie-signaal.

Door de minder geïnformeerde private sector zou dit uitgelegd kunnen worden als een beleidsverschuiving in de richting van de werkgelegenheid, terwijl de centrale bank dit kan zien als een voorspelfout van toevalig karakter in bij voorbeeld de geldvraag waarop geen beleidsreactie hoeft te volgen, want in de perceptie van de centrale bank is er geen monetair schok.

Onafhankelijkheid

Een volgend voorbeeld betreft Cukierman's empirische analyse van de onafhankelijkheid van centrale banken in tal van landen. Hier vermeldt hij onder meer dat het bekende feit van het samengaan van lage inflatievoeten met onafhankelijkheid van centrale banken niet noodzakelijkerwijs een causaal verband betekent, maar veeleer duidt op een gemeenschappelijke politieke grondhouding in de desbetreffende landen⁴.

De opvallende samenhang tussen de mate van onafhankelijkheid van de centrale bank en de inflatieprestatie is slechts één, zij het vanuit monetair beleidsoogpunt belangrijk aspect van Cukierman's analyse van de centrale banken *per se*. Andere en eveneens gewichtige aspecten die Cukierman aan de orde stelt zijn de meting van onafhankelijkheid, de beleidshorizon en de daarmee samenhangende tijdsvoorkeur van centrale banken in vergelijking met de politieke autoriteiten, voordelen van delegatie van bevoegdheid door de uitvoerende macht aan de centrale bank, en de theoretische analyse van de beleidsuitkomsten onder de hypothese dat centrale banken conservatiever plegen te zijn dan politieke bewindvoerders.

Terecht beziet Cukierman de feitelijke meting van onafhankelijkheid als een veeldimensionaal en overwegend kwalitatief vraagstuk. Geruystellend is dat Cukierman's kwantificering resulteert in een ordening met Zwitserland en Duitsland bovenaan, al kan men zich afvragen of de veel hogere rangorde van Argentinië boven Nederland realistisch genoemd kan worden.

Evaluatie

Werkwijze en analysekader

De analytische rijkdom van dit boek wordt zichtbaar in de diepgaande

maar abstracte analyse van informatie-signalen, gevat in een speltheoretisch raamwerk, om de hoofdconclusies over bij voorbeeld tijdsinconsistentie van discretionair beleid nader te nuanceren.

In de moderne economiebeoefening zijn verschillende stijlen van werken gebruikelijk. Zo bouwt de Walrasiaanse econoom zich een abstracte wereld en leidt langs formele weg resultaten af of formuleert stellingen waarbij het vaak lastig is de concrete werkelijkheid te herkennen. De Marshalliaanse econoom daarentegen gaat pragmatischer te werk en komt tot bevindingen door theorie en werkelijkheid voortdurend op elkaar te laten inwerken, waardoor economiebeoefening een proces van vlees en bloed blijft. Als ik Cukierman's boek naar stijl zou moeten karakteriseren, dan zou ik het als een in hoofdzaak Walrasiaans type economiebeoefening aanduiden met Marshalliaanse uitstapjes.

Didactische gelaagdheid

Een vermeldenswaardige bijzonderheid daarbij is de fraaie didactische gelaagdheid van dit boek, dat eigenlijk drie niveaus of modules van moeilijkheidsgraad onderscheidt, te weten een basismodule, een tussenmodule en een geavanceerde module. Deze didactisch aantrekkelijke structuur bewerkstelligt dat het boek ook in gedeelten leesbaar is en bovendien lezenswaardig wordt voor een breder publiek dan alleen monetaire vakspecialisten of centrale-bankliefhebbers. Voor bijna elke categorie lezers weet Cukierman een rijkdom van analytische inzichten te bieden, die hier en daar worden aangevuld met aardige empirische illustraties.

Relevantie voor EMU-discussie

Hoewel de oorsprong van dit boek ongetwijfeld dateert van de tijd voordat het rapport-Delors in 1989 het licht zag, brengt Cukierman zijn

3. M.M.G. Fase, Over geld en monetair beleid in Nederlands en Europees perspectief, *Mededelingen van de Afdeling Letterkunde van de Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen*, Nieuwe Reeks, deel 55, nr. 7, Noord-Hollandsche, Amsterdam/New York, 1992, blz 245-284.

4. Zie bij voorbeeld M.M.G. Fase, op.cit., 1992, alsmede de daar vermelde literatuur over dit onderwerp, in het bijzonder op blz 252-253.

theoretische beschouwingen soms in verband met de EMU en het Europese stelsel van centrale banken. Deze pogingen geven het overigens overwegend theoretische boek een zekere actualiteitswaarde, maar leggen tegelijkertijd ook zijn eenzijdigheid enigszins bloot.

Ter illustratie van deze misschien te kritische kanttekening het volgende. Het Verdrag van Maastricht voorziet in een gemeenschappelijke monetaire autoriteit, maar niet in een vergelijkbare politieke of fiscale autoriteit. De door Cukierman gebezigde modellen zijn niet toegesneden op deze realiteit, waardoor zijn EMU-uitstapjes enigszins aan praktische betekenis verliezen. Wat ook opvalt in dit verband is dat Cukierman zwijgt over belangrijke institutionele en politieke zaken die rond het Europese Stelsel van Centrale Banken spelen. Gedacht kan daarbij worden aan kwesties als de democratische legitimiteit, de verantwoordingsplicht, de verdeling van seigniorage, de pooling van reserves of het belang van institutionele en economische convergentie. In dit opzicht is dit boek toch wel enigszins beperkt.

Ten slotte

Samenvattend kan worden geconcludeerd dat de monografie van Cukierman verrassend is door zijn brede benadering met ruimte voor zowel diepgaande theoretische analyse als aandacht voor empirische en institutionele details. Dit neemt niet weg dat deze monografie in de eerste plaats een theoretische monografie is, waarbij formalisering hoog in het vaandel staat. De institutionele en empirische beschouwingen waarmee het abstracte betoog in dit boek is doorspekt, geven de lezer echter het gevoel dat dit boek toch gaat over een enigszins herkenbare werkelijkheid en niet over louter sprookjes of vertellingen uit alleen de wereld van de abstracte theorie.

M.M.G. Fase

De auteur is onderdirecteur van de Nederlandsche Bank, hoofd van de Afdeling Wetenschappelijk Onderzoek en Econometrie alsmede buitengewoon hoogleraar monetaire economie en theorie van financiële instellingen aan de Universiteit van Amsterdam.