



Geldhoeveelheid of inflatie?

Auteur(s):

Groenendijk, P.A.
Universitair docent aan de Vrije Universiteit.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4202, pagina 334, 30 april 1999

Rubriek:

Boekbespreking

Trefwoord(en):

eu, emu

Moet de ECB zich op een bepaalde geldgroei richten zoals de Bundesbank deed, of op een bepaalde inflatie, zoals in de Angelsaksische wereld gebruik is? Volgens DNB-medewerker Groeneveld is geldhoeveelheidsbeleid effectiever. Maar zijn bewijsvoering overtuigt niet.

De belangrijkste doelstelling van het Eurosysteem is het handhaven van prijsstabiliteit¹. Er zijn diverse manieren om dat doel te bereiken. In het besproken boek bestudeert Hans Groeneveld twee van de mogelijke monetaire beleidsstrategieën: een indirecte benadering waarbij de groeivoet van een monetair aggregaat fungeert als intermediaire doelvariabele (een geldhoeveelheidsbeleid of monetary targeting), en een directe benadering, waarbij het monetaire beleid rechtstreeks wordt gericht op een bepaalde inflatiedoelstelling (directe inflatiestrategie of inflation targeting). De auteur komt tot de conclusie dat een geldhoeveelheidsbeleid de voorkeur verdient².

Groeneveld begint met enkele hoofdstukken over de geldhoeveelheidsstrategie. Daarbij maakt hij gebruik van het zogenaamde P*-model. Dit model is eind jaren tachtig ontwikkeld door de Amerikaanse Federal Reserve, met als doel in een vroeg stadium inflatoire druk in de Amerikaanse economie te kunnen opsporen. Een cruciale veronderstelling van het P*-model is dat inflatie op korte termijn wordt gedreven door het verschil tussen het werkelijke en het evenwichts-prijsniveau (P*). Uit de verkeersvergelijking van Fisher volgt dat, gegeven een bepaald trendmatig verloop van de omloopsnelheid, P* proportioneel afhankelijk is van de geldhoeveelheid per eenheid potentiële output. Dit impliceert dat inflatievoorspellingen worden gebaseerd op evenwichtswaarden van potentiële output en de trend in de omloopsnelheid.

Het gebruik van het P*-model roept de vraag op of het model op zich een geldhoeveelheidsbeleid rechtvaardigt. Het antwoord is ontkennend³. Het P*-model is te herleiden tot een Phillips-curve met rente- en geldvraagschokken. Er is geen reden waarom een geldhoeveelheidsbeleid de optimale strategie zou zijn in een economie die door een dergelijke Phillips-curve kan worden gekarakteriseerd. Empirisch bewijs voor de validiteit van het P*-model zegt dus niets over de wenselijkheid van welke monetaire strategie dan ook.

Empirie

De empirie van het model concentreert zich in eerste instantie op België, Frankrijk, Nederland en Duitsland. Dat is merkwaardig, omdat de eerste drie landen zich de afgelopen decennia hebben gericht op een wisselkoersdoelstelling en dus geen zelfstandig monetair beleid hebben gevoerd. Daarom breidt Groeneveld in een volgend hoofdstuk het model zodanig uit, dat het prijsniveau in de afzonderlijke landen via de wisselkoersrestrictie kan worden beïnvloed door een Europees monetair aggregaat. Hierbij ontstaat een aggregatieprobleem dat bekend is uit de literatuur over de stabiliteit van de geldvraag⁴. Uit de statistiek weten we dat de variantie van een gewogen gemiddelde van n verschillende onafhankelijke en identiek verdeelde variabelen afneemt met de wortel van n, zodat de stabiliteit van het aggregaat een illusie is. Deze schijnbare stabiliteit van de Europese geldvraag verdwijnt bij de introductie van de euro, omdat er dan één gezamenlijk monetair beleid is. Zoals hij zelf ook aangeeft, is deze vorm van de Lucas-kritiek (beleid verandert het model waarmee voorspellingen worden gedaan) ook van toepassing op Groenevelds eigen analyse. Hierdoor wordt het pleidooi voor een Europees geldhoeveelheidsbeleid een stuk minder overtuigend.

Inflatiedoelstelling

Naast een geldhoeveelheidsbeleid behandelt Groeneveld ook het hanteren van een inflatiedoelstelling als mogelijke monetaire strategie voor het Eurosysteem. Bij deze strategie, die de afgelopen jaren met name in de Angelsaksische landen aan populariteit heeft gewonnen, wordt direct geprobeerd een bepaalde inflatiedoelstelling te bereiken. Het dagelijkse beleid baseert zich daarbij op een groot aantal indicatoren, zoals de rente, wisselkoers, lonen, geldgroei, enzovoorts. Het gevaar dreigt dat deze veelheid aan indicatoren leidt tot een ondoorzichtig besluitvormingsproces. Dat maakt een heldere communicatie met het publiek extra belangrijk. Daarom publiceren centrale banken die een directe inflatiestrategie hanteren uitgebreide inflatierapporten met conditionele inflatievoorspellingen, waarin zij hun beleid motiveren en de uitkomsten achteraf verklaren. Enkele centrale banken publiceren ook de notulen van de vergaderingen van het beleidsbepalende orgaan. Dit alles maakt inflatie-doelstellingsbeleid transparant en geeft centrale banken een prikkel om goed te presteren.

Om de geschiktheid van een directe inflatiedoelstelling voor het Eurosysteem te kunnen beoordelen, vergelijkt Groeneveld drie paren van landen, waarbij steeds in het ene land een inflatiedoelstelling wordt gehanteerd en in het andere niet. Vervolgens bekijkt hij de relatie tussen inflatie en respectievelijk inflatie-onzekerheid en de dynamiek van de rente. De resultaten zijn niet bemoedigend voor de aanhangers van een inflatiedoelstelling. De overgang naar zo'n doelstelling heeft het pad van de inflatie niet significant beïnvloed en de voorspelde daling van de risicopremie in de rente is in die landen niet groter dan in landen waar een andere monetaire strategie wordt gehanteerd (in dit geval geldhoeveelheidsbeleid).

Welke strategie?

Groeneveld komt tot de voorzichtige conclusie dat een geldhoeveelheidsbeleid de voorkeur verdient boven een directe inflatiestrategie voor het Eurosysteem. Daarbij valt echter een aantal kanttekeningen te plaatsen. Ten eerste zijn de landen die een inflatiedoelstelling hanteren daar nog maar zo kort mee bezig dat er nog onvoldoende data beschikbaar zijn om te komen tot een correcte evaluatie. Ten tweede is het succes van geldhoeveelheidsbeleid als gevolg van de bovengenoemde Lucas-kritiek allerminst zeker. Ten derde zijn bij de start van de derde fase van de emu nog geen data beschikbaar van de intermediaire doelvariabele (een Europees monetair aggregaat) vóór de start van de Unie. Variabelen die verwachtingen over de toekomst reflecteren, zoals de wisselkoers en de rente, kunnen daarentegen wel onmiddellijk worden geobserveerd en dus als intermediaire doelvariabele worden gekozen. Tenslotte beschouwt Groeneveld uitsluitend doelstellingen op het gebied van de geldhoeveelheid en de inflatie als mogelijke monetaire strategieën, terwijl andere intermediaire doelvariabelen zoals de rente, het nominaal nationaal inkomen of een combinatie van de diverse strategieën (een zogenaamd eclecticisch beleid) buiten beschouwing blijven.

Naast theoretische argumenten voert Groeneveld ook nog twee praktische argumenten aan waarom in Europa een geldhoeveelheidsbeleid zou moeten worden gevoerd. In de eerste plaats kan het Eurosysteem dan profiteren van de geloofwaardigheid die de Bundesbank de afgelopen twintig jaar met geldhoeveelheidsbeleid heeft opgebouwd. In de tweede plaats kan bij een geldhoeveelheidsbeleid gemakkelijker weerstand worden geboden tegen externe politieke druk. Beide argumenten zijn onjuist⁵. De geloofwaardigheid van de Bundesbank is het gevolg van de lage en stabiele inflatie die Duitsland de laatste decennia heeft gekend, niet van het voeren van een geldhoeveelheidsbeleid. De geldgroei-doelstellingen die de Bundesbank heeft nagestreefd zijn immers slechts in de helft van de gevallen gehaald. Kiezen voor een geldhoeveelheidsbeleid om externe politieke druk beter te kunnen weerstaan impliceert minder transparantie en aansprakelijkheid. Dat zal niet ten goede komen aan de politieke legitimiteit van het Eurosysteem en dus een averechts effect hebben.

De praktijk

Inmiddels heeft het Eurosysteem gekozen voor een gemengde monetaire strategie, met een relatief groot gewicht op de geldgroei en daarnaast aandacht voor een breed scala aan indicatoren. Hoewel de strategie uitsluitend gericht zal zijn op het handhaven van prijsstabiliteit, zullen inflatievoorspellingen niet worden gepubliceerd. Daarmee heeft het Eurosysteem gekozen voor relatief veel geheimhouding en weinig transparantie. Er wordt immers een prominente rol toebedacht aan de groeivoet van een Europees monetair aggregaat. Net als bij de Bundesbank zullen afwijkingen van die groeivoet echter niet worden gecorrigeerd, omdat er dan doorgaans een conflict ontstaat met de inflatiedoelstelling. In de praktijk zal het Eurosysteem dus een flexibele vorm van een inflatie-doelstellingsbeleid hanteren, maar zonder de daarbij behorende communicatie in de vorm van inflatierapporten en notulen van de vergaderingen van de Raad van Bestuur. Dat bemoeilijkt de publieke monitoring en vermindert de geloofwaardigheid van het Eurosysteem, waardoor de monetaire stabiliteit in Europa wordt ondermijnd

¹ Het Eurosysteem bestaat uit de Europese Centrale Bank (ECB) en de nationale centrale banken (NCB's) van de elf lidstaten die deelnemen aan de emu. Beslissingen in het Eurosysteem worden genomen door de 17 leden van de Raad van Bestuur, bestaande uit de 6 leden van de directie van de ECB en de 11 presidenten van de NCB's. In het Europese Stelsel van Centrale Banken (ESCB) zijn ook de 5 NCB's vertegenwoordigd van de EU-landen die niet deelnemen aan de EMU.

² J. Groeneveld, *Inflation patterns and monetary policy: Lessons for the European central bank*, Edward Elgar, 1998, 257 blz., f 215,60

³ Zie L.E.O. Svensson, *Does the P* model provide any rationale for monetary targeting?*, mimeo, IIES, 1998.
<http://www.iies.su.se/leosven/>

⁴ Zie voor een uitgebreidere bespreking van dit aggregatieprobleem I.J.M. Arnold, *Monetary targeting in the EMU: Lessons from the United States*, *Kredit und Kapital*, 1997, blz. 348-368 en I.J.M. Arnold en C.G. de Vries, *The euro: Prudent coherence?*, Tinbergen Institute Discussion Paper 1998-070/2.

⁵ Zie ook L.E.O. Svensson, *Monetary policy issues for the Eurosystem*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, te verschijnen.