

University of Groningen

## The evolution of monetary policy strategies in Europe

Houben, Aerdts Carl Frans Joseph; Hoeben, A.

**IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.**

*Document Version*

Publisher's PDF, also known as Version of record

*Publication date:*

1999

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

*Citation for published version (APA):*

Houben, A. C. F. J., & Hoeben, A. (1999). *The evolution of monetary policy strategies in Europe*. s.n.

**Copyright**

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

**Take-down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

*Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.*

## Samenvatting

Het Europese monetaire-beleidslandschap is met de start van de Europese Economische en Monetaire Unie (EMU) begin 1999 ingrijpend veranderd. Het thans gevoerde gemeenschappelijke monetaire beleid is ingebed in een strategisch raamwerk dat, hoewel nieuw, direct voortvloeit uit de uiteenlopende ervaringen van de lidstaten. In de afgelopen vijftientig jaar is immers in Europa, meer dan in welke andere tijdsperiode of regio, een veelheid aan monetaire-beleidsstrategieën uitgetoet. Tegen deze achtergrond bestudeert dit proefschrift de theoretische overwegingen bij de monetaire-strategiekeuze, de voornaamste alternatieve strategieën, de praktische evolutie van deze strategieën in Europa, en de lessen die de monetaire autoriteiten daarbij hebben opgedaan.

Het proefschrift bestaat uit twee delen. In het *eerste deel* wordt de keuze van de monetaire-beleidsstrategie benaderd vanuit een normatieve invalshoek. Hoewel sommige elementen van de strategiekeuze universeel toepasbaar zijn (zoals het geven van operationele onafhankelijkheid aan de monetaire autoriteit en het vaststellen van prijsstabiliteit als primaire doel voor het monetaire beleid), wordt geconcludeerd dat de strategiekeuze verder amper éénduidig kan worden gemaakt. Deze keuze wordt bepaald door afwegingen die soms tegenstrijdig zijn, meestal met onzekerheid zijn omgeven, en ook nog in de loop der tijd kunnen verschillen. In het *tweede deel* worden vervolgens de Europese ervaringen met verschillende strategieën geanalyseerd. Doelstelling van deze retrospectieve beschouwing is te verklaren waarom de individuele Europese landen in de praktijk zulke uiteenlopende en wisselende strategieën hebben gevolgd. Dit deel eindigt met een bespreking van de monetaire beleidsstrategie die het Eurosysteem bij de aanvang van de derde fase van EMU in 1999 heeft afgekondigd, met speciale aandacht voor de onmiskenbare verbanden tussen deze strategie en de eerdere ervaringen van de deelnemers.

In *hoofdstuk 2* van het eerste deel wordt een uiteenzetting gegeven van de voornaamste theoretische overwegingen die een rol spelen bij de monetaire-strategiekeuze. Gesteld wordt dat deze keuze afhangt van de schokken die de economie beïnvloeden (ingedeeld naar aard, bron, symmetrie en tijdsduur); de structuur van de economie (met name de mate van loon- en prijsflexibiliteit, arbeidsmobiliteit, openheid wat betreft handel en kapitaal, en budgettaire stabilisatie, alsmede de diversiteit van de productie en de opbouw van de financiële structuur); de prioriteitsstelling van economische doeleinden (het stabiliseren van de productie- of van de prijsontwikkeling); en de politieke economie van het monetaire beleid (het scheppen van geloofwaardigheid en van prikkels voor beleidsdiscipline, mede door transparantie en verantwoordingsplicht).

Gebruik makend van dit conceptuele raamwerk passeren in *hoofdstuk 3* de voornaamste monetaire-beleidsstrategieën de revue. De voor- en nadelen van zeven alternatieven worden op een rij gezet: strategieën gericht op de geldgroei, de kredietexpansie, de rente, de wisselkoers, het nominale inkomen, de inflatie, of een combinatie van meerdere van deze variabelen. De merites van deze strategieën worden beoordeeld aan de hand van een aantal kerneigenschappen die gezamenlijk de effectiviteit van de strategie bepalen. Dit zijn eigenschappen als de beheersbaarheid van de doelvariabele, de relatie met de einddoelstellingen van het beleid, en het bieden van een anker voor de prijsontwikkeling. Tevens wordt ingegaan op de communiceerbaarheid van de strategie en op praktische overwegingen als de tijdigheid, frequentie en betrouwbaarheid van de benodigde statistieken. Bij de afweging wordt ook de invloed van de doelvariabele op de politieke omgeving van het monetaire beleid betrokken, bijvoorbeeld omdat de doelvariabele de mate van beleidsvrijheid beperkt of de onafhankelijkheid van de centrale bank benadrukt.

Hoewel het eindoordeel over de geschiktheid van alternatieve strategieën een empirische aangelegenheid is die per land en in de loop der tijd verschilt, kunnen niettemin enkele algemene conclusies worden getrokken. Zo kunnen strategieën gericht op de rente of de kredietverlening worden afgeraden, omdat deze geen richtsnoer bieden voor de ontwikkeling van het prijspeil. Kredietdoelstellingen zijn hooguit aantrekkelijk bij acute betalingsbalanscrises, wanneer versterking van de externe positie prioriteit verdient boven het voorkomen van inflatie. Strategieën geënt op het nominale inkomen hebben als nadeel dat de helderheid van het monetaire-beleidsraamwerk afneemt. Ten eerste omdat de centrale bank verantwoordelijk wordt voor doelstellingen voor de productie die hoofdzakelijk door ander beleid worden bepaald; ten tweede omdat het meenemen van dergelijke doelstellingen politieke inmenging in het monetaire beleid haast onvermijdelijk maakt. Bovendien is deze strategie uit statistisch oogpunt amper uitvoerbaar. Gecombineerde strategieën met twee of meer (gelijk gewaardeerde) beleidsdoelen hebben als tekortkoming dat meerdere doelen in de praktijk uiteenlopende beleidseisen stellen, waardoor de beleidsoriëntatie onduidelijk wordt. De tegenovergestelde optie om geen expliciete strategie te volgen, maar een ongedefinieerd eclecticisch beleid te voeren (zoals thans in de Verenigde Staten), verdient evenmin aanbeveling. Een dergelijke aanpak bevordert de helderheid, consistentie en continuïteit van de monetaire-beleidsbepaling niet, en biedt bovendien geen grondslag voor de verantwoordingsplicht van de centrale bank. Dan blijven drie alternatieven over: strategieën gericht op de geldgroei, wisselkoers of inflatie. De keuze tussen deze opties hangt voornamelijk af van de stabiliteit en beheersbaarheid van de geldgroei (noodzakelijk voor geldgroeinormering) en van de mate waarin de criteria voor een optimaal-valutagebied zijn vervuld (noodzakelijk voor wisselkoerskoppeling). Inflatiestrategieën zijn een alternatief wanneer onvoldoende aan deze voorwaarden wordt voldaan.

De conceptuele en no...  
de beschouwing van...  
Deze beschouwing be...  
deze landen slechts sin...  
betrokken bij het ont...  
monetaire geschieden...  
oorspronkelijke lidstat...  
reeds lang voor EU-...  
monetaire beleid (met...  
gedurende het lidma...  
wisselkoerskoppeling

Na een beknopte bes...  
analyse van monetai...  
ineenstorting van het...  
nieuwe, coherente mon...  
onderzoek beslaat de p...  
waar de verschillende...  
landen worden bespro...  
gevolgd: strategieën g...  
inflatie (*hoofdstuk 7*).  
hebben gespeeld bij...  
ervaringen van de E...  
gemeenschappelijke el...  
technische vragen als:  
voor een breed boven...  
inflatiemaatstaf? Wel...  
beleidsdoelstelling? W...  
strategie ondersteun...  
van het monetaire bele...  
gemeenschappelijke o...  
deze strategie beoorde...  
individuele landen.

Tenslotte wordt in *h...*  
besproken. De strategi...

De conceptuele en normatieve afwegingen in het eerste deel van het boek dienen als achtergrond bij de beschouwing van de werkelijke evolutie van monetaire-beleidsstrategieën in het tweede deel. Deze beschouwing bestrijkt alle 15 huidige lidstaten van de Europese Unie. Ofschoon sommige van deze landen slechts sinds kort lid zijn van de Unie, waren de monetaire autoriteiten vanaf het begin betrokken bij het ontwerp van de monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem. Voorts is de monetaire geschiedenis van deze 'laatkomers' in zijn algemeenheid nauw verweven met die van de oorspronkelijke lidstaten. Dit was bijvoorbeeld het geval in Oostenrijk, waar het monetaire beleid reeds lang voor EU-toetreding aan dat in Duitsland was gekoppeld, en in Zweden, waar het monetaire beleid (met tussenpozen) eveneens een parallelle ontwikkeling heeft gekend, met name gedurende het lidmaatschap van de Europese wisselkoers-'slang' en de latere eenzijdige wisselkoerskoppeling aan de ECU.

Na een beknopte bespreking van de relevante historische omgeving in *hoofdstuk 4*, neemt de analyse van monetaire-beleidsstrategieën in de praktijk 1975 als vertrekpunt. Gegeven de ineenstorting van het vaste-wisselkoersstelsel van Bretton Woods werd in dat jaar in Europa een nieuwe, coherente monetaire-beleidsstrategie geïntroduceerd: geldgroei in Duitsland. Het onderzoek beslaat de periode tot 1999 en eindigt met de oprichting van de Europese Centrale Bank, waar de verschillende monetaire geschiedenissen samenstromen. De ervaringen van de individuele landen worden besproken aan de hand van de drie voornaamste strategieën die door landen zijn gevolgd: strategieën gebaseerd op de geldgroei (*hoofdstuk 5*), de wisselkoers (*hoofdstuk 6*) en de inflatie (*hoofdstuk 7*). Eerst wordt voor ieder van deze strategieën bekeken welke motieven een rol hebben gespeeld bij de overschakeling op de nieuwe beleidsoriëntatie. Vervolgens worden de ervaringen van de Europese landen in vergelijkend historisch perspectief geplaatst, teneinde gemeenschappelijke elementen te distilleren en lessen te trekken. Daarbij wordt tevens ingegaan op technische vragen als: waarom hebben centrale banken de voorkeur gegeven aan een doelstelling voor een breed boven een eng geldaggregaat, of voor een ongecorrigeerde boven een onderliggende inflatiemaatstaf? Welke overwegingen domineerden bij de kwantitatieve vormgeving van de beleidsdoelstelling? Waarom is daarbij een bepaalde tijdshorizon vastgesteld? In welke mate is de strategie ondersteund door aanpassingen in de institutionele structuur en de externe communicatie van het monetaire beleid? Aangezien wisselkoersstrategieën meestal zijn vormgegeven op basis van gemeenschappelijke overeenkomsten (met name de slang en het EMS), worden de ervaringen met deze strategie beoordeeld vanuit zowel het gezichtspunt van het regionale stelsel als dat van de individuele landen.

Tenslotte wordt in *hoofdstuk 8* de monetaire-beleidsstrategie van het pasgeboren Eurosysteem besproken. De strategie is gebaseerd op een duidelijk gedefinieerde toewijding aan prijsstabiliteit,



G  
be  
st  
in  
st  
el  
de  
de  
p  
st  
v  
b  
H  
a  
c  
w  
K  
v  
n  
a  
p  
v  
n  
st  
n  
o  
o  
a  
n  
v  
w  
b  
d  
L

een pragmatische nadruk op de ontwikkeling van de geldgroei ten opzichte van een referentiewaarde, en een brede beoordeling van de toekomstige inflatoire druk in het eurogebied. Deze synthese van een geldhoeveelheid- en een inflatiestrategie wordt verklaard uit de bijzondere omstandigheden aan het begin van de EMU en de verschillende ervaringen in het verleden van de deelnemende landen. Wat dat laatste betreft illustreert de gekozen strategie de aanzienlijke vooruitgang die de afgelopen kwart eeuw in Europa is geboekt in het denken over monetair beleid.

De door het Eurosysteem gekozen strategie wordt in dit hoofdstuk beoordeeld aan de hand van een aantal basiscriteria en een internationale vergelijking. Tevens wordt de strategie geplaatst in de bredere context van de macro-economische beleidsbepaling in het eurogebied. Hoewel de vele veranderingen in de monetaire strategie in Europa gedurende de afgelopen kwart eeuw suggereren dat dit een gewaagde onderneming is, eindigt het boek met een toekomstbeschouwing over mogelijke verdere ontwikkelingen in de monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem. Daarbij wordt gesteld dat portefeuilleschuivingen en financiële innovatie de komende jaren een evolutie in de richting van een inflatiestrategie waarschijnlijker maken dan in de richting van een geldgroei-strategie. In algemene zin wordt geconcludeerd dat de gekozen strategie alle reden geeft om te verwachten dat de euro een sterke, waardevaste munt zal blijken te zijn.