

Monetaire dialogen met de ECB: succesvol en ook dreigend

S.C.W. Eijffinger en E. Mujagic

Eijffinger is hoogleraar Europese Financiële Economie aan de Universiteit van Tilburg en Mujagic is rente en valuta analist bij Interest & Currency Consultants te Utrecht en externe promovendus aan de Universiteit van Tilburg.
e.mujagic@incc.nl

De transparantie van de ECB is toegenomen onder invloed van de monetaire dialogen met het Europees Parlement. Dit is niet ten koste gegaan van haar geloofwaardigheid en onafhankelijkheid.

In de eurozone heeft de Commissie voor Economische en Monetaire Aangelegenheden (vanaf nu de ECON) van het Europees Parlement als taak de Europese Centrale Bank (ECB) ter verantwoording te houden. De ECON vervult deze taak door elk kwartaal de zogenaamde monetaire dialogen met de president van de ECB te houden. Uit ons onderzoek blijkt dat de ECON erin geslaagd is belangrijke aanpassingen op het gebied van transparantie bij de ECB te bewerkstelligen. Hieronder zullen wij ingaan op de vraag hoe tegen deze ontwikkeling aangekeken moet worden, wat de gevaren zijn en hoe we ons voor de mogelijke negatieve neveneffecten kunnen behoeden.

Invloed van de ECON

Aan de hand van de vraag-en-antwoord sessies (tot en met eind 2003) hebben we de onderwerpen genoteerd die de leden van de ECON genoemd hebben op het gebied van de verantwoordingsaflegging en openheid¹.

Op basis hiervan hebben we vastgesteld dat de ECON de ECB

herhaaldelijk duidelijk heeft gemaakt dat met betrekking tot de transparantie op een aantal punten veranderingen zeer wenselijk zijn (zie de eerste kolom in tabel 1). De ECON laat ook duidelijk merken dat ze zal blijven streven naar meer transparantie van de ECB. Dit blijkt vooral uit het feit dat de onderwerpen waarin de ECB geen of onvoldoende aanpassingen doorgevoerd had gedurende elke bijeenkomst steeds weer aan bod zijn gekomen.

Nadat wij de eerder genoemde lijst gerelateerd hadden aan de veranderingen bij de ECB, bleek dat de ECB vijf van de zeven door de ECON gevraagde veranderingen doorgevoerd heeft. Gegeven het feit dat het Europees Parlement de enige door de bevolking gekozen Europese instelling op hetzelfde niveau van de ECB is, nemen wij aan dat de ECON representatief is voor de voorkeuren van de maatschappij². Dat de ECON zoveel invloed heeft, is verrassend aangezien het Europees Parlement geen sancties kan treffen als de ECB niet meewerkt. Het parlement kan de benoemingen van de leden van het ECB-bestuur niet tegenhouden, de ECB is in financieel opzicht volledig onafhankelijk en er kan haar niets opgelegd worden omdat zij een zeer vergaande mate van onafhankelijkheid geniet.

Vervolgens hebben we de beschouwde periode in twee stukken verdeeld (voor en na juli 2002), om zo te kunnen nagaan of de invloed in de loop der tijd groter is geworden of juist verminderd is. Op twee van de vier punten waar de ECB in de eerste subperiode geen veranderingen doorgevoerd had, is sindsdien vooruitgang geboekt. In de vierde kolom van tabel 1 hebben we aangegeven of de desbetreffende verandering, indien van toepassing, in de eerste of de tweede subperiode plaats heeft gevonden. Daarnaast zijn we op indicaties gestuit dat verdere veranderingen bij de ECB in de nabije toekomst waarschijnlijk zijn. In Eijffinger en Mujagic (2004) is een uitvoerige analyse van het onderzoek en de resultaten te vinden.

De veranderingen

In december 2002 meldde de ECB dat ze haar monetaire strategie zou gaan evalueren, omdat zij zich, volgens het persbericht, "er van bewust is dat er hier en daar en nu en dan commentaar is gegeven op [haar] strategie". Enkele maanden daarna, in

abel 1. Gewenste veranderingen en de reactie van de ECB

onderwerpen	vereiste actie van de ECB volgens ECON	uiteindelijke reactie van de ECB ^a	subperiode
monetaire strategie	de prominente rol van de geldhoeveelheid in de strategie reduceren	positief	2
secundaire doelstelling	het monetair beleid ook om de economische groei en werkgelegenheid te bevorderen inzetten	positief	1
definitie van prijsstabiliteit	de in ogen van de ECON te rigide definitie van de prijsstabiliteit verruimen	positief	2
notulen van de raadsvergaderingen	de notulen openbaar maken	negatief	n.v.t.
economische voorspellingen	de eigen voorspellingen over onder andere de groei en inflatie publiceren	positief	1
econometrische modellen	de voor de vaststelling van het beleid gebruikte modellen openbaar maken	positief	1
landenrapporten	voor elk land van de eurozone met regelmaat een economisch rapport maken en uitgeven	negatief	n.v.t.

a Tot en met december 2003. De uiteindelijke reactie hebben we gedefinieerd als een verandering in het beleid in de loop der jaren.

1 Voor de Monetaire Dialogen met de ECB wordt verwezen naar: http://www.europarl.eu.int/comp/par/econ/emu/default_en.htm

2 Dat deze aanname plausibel is, blijkt ook uit het feit dat de onderwerpen die een, door de ECON in het leven geroepen, onafhankelijk panel van experts behandeld heeft exact overeenkomen met die van de ECON zelf. Zie hiervoor ook Eijffinger en Mujagic (2003).

mei 2003, maakte de centrale bank bekend de definitie van prijsstabiliteit van “jaarlijkse toename van de HICP [de geharmoniseerde index van de consumentenprijzen] inflatie van onder de twee procent” te wijzigen in “onder, maar dicht bij de twee procent”. Dit is volgens ons een significante aanpassing, die niet alleen de transparantie vergroot maar ook van invloed kan zijn op het beleid. Het is zeer waarschijnlijk dat de ECB in de toekomst hierdoor haar rente frequenter zal gaan aanpassen. Stel bijvoorbeeld dat de door de ECB verwachte inflatie op 1,4 procent zou uitkomen. Onder de oude definitie zou dit geen implicaties hebben voor het te voeren beleid van de ECB. Onder de nieuwe definitie daarentegen zou dit inflatiepercentage wel degelijk gevolgen kunnen hebben voor het monetaire beleid. Het gevolg is dat de ECB de rente zou moeten gaan verlagen om de verwachte inflatie dicht bij de twee procent te brengen.

Economische groei

Hieruit blijkt ook dat de ECB indirect nog meer tegemoet is gekomen aan de wens van de ECON meer aandacht te besteden aan haar secundaire doelstelling³. Wij zeggen met opzet nog meer, omdat de centrale bank de afgelopen jaren in haar beleidsvoering sterk met de economische groei rekening gehouden lijkt te hebben. Dit blijkt vooral uit het feit dat de besluiten niet altijd te rijmen zijn geweest met de groei van de geldhoeveelheid, die tot voor kort een prominente plaats in de strategie van de ECB innam⁴.

Ook vertoont de herfinancieringrente van de ECB opmerkelijk veel overeenkomst met het niveau dat geresulteerd zou zijn indien de centrale bank officieel de zogenaamde Taylor-regel had gevolgd. Deze regel zegt namelijk dat de nominale rente onder andere bepaald wordt aan de hand van het verschil tussen de werkelijke en structurele economische groei (de zogenaamde ‘output gap’). Tevens kondigde de ECB aan dat ze niet meer alleen naar het M3 monetaire aggregaat zal kijken, maar naar een reeks van monetaire indicatoren (waaronder de M3). Ook werd bekend gemaakt dat de referentiewaarde voor de groei van M3 niet meer elk jaar vastgesteld zal worden. Hiermee heeft de ECB in feite de prominente rol van de geldhoeveelheid afgeschafte.

Publiceren van de notulen

Met betrekking tot de notulen van de raadsvergaderingen en de landenrapporten zijn geen aanpassingen te melden, al moeten we opmerken dat we voorzichtige eerste stappen richting het publiceren van notulen waargenomen hebben. De eerste stap werd volgens ons in november 2002 gezet, toen de centrale bank voor het eerst meldde dat ze zowel de argumenten voor als tegen het genomen besluit overwogen had. De president van de ECB beschreef dit als “een verandering in hoe de ECB communiceert”. Dit is een significante verandering omdat hierdoor beter bepaald kan worden in hoeverre de ECB alle alternatieven overwogen heeft, een van de hoofdargumenten voor de ECON om de publicatie van de notulen te eisen.

Veranderingen zijn te voorspellen

De aanpassingen die de ECB tot nu toe doorgevoerd heeft op het gebied van transparantie hebben betrekking op de door de ECON genoemde onderwerpen. Wat opvalt is dat bij nagenoeg elke verandering een geleidelijke verandering in de opstelling van de ECB in loop der tijd te ontdekken valt.

Een voorbeeld hiervan is het besluit de (inflatie)voorspellingen twee maal per jaar te publiceren. In 1998 duidde

Duisenberg aan dat de ECB deze voorspellingen niet zal publiceren omdat deze “eerder zouden vertroebelen dan verduidelijken wat de ECB Raad doet”. In de monetaire dialoog van april 1999 echter gaf hij een krachtig signaal af dat veranderingen waarschijnlijk zijn door te melden dat “ooit het moment zal komen dat [...] ook wij net als vele andere organisaties, onze voorspellingen openbaar zullen maken”. In november 2000 besloot de ECB uiteindelijk de voorspellingen te publiceren.

De grens van politieke invloed op de ECB is niet overschreden, maar tegelijkertijd signaleren wij ontwikkelingen die ons zorgen baren

In enkele uitlatingen van de bestuurders van de ECB hebben we aanwijzingen gevonden dat in de nabije toekomst ook de notulen van de vergaderingen van de ECB in een of andere vorm openbaar gemaakt zullen worden. Zo meldde Wim Duisenberg in mei 2002 dat “als de Raad groter wordt en stemmen de normale gang van zaken wordt, dat dan, als consequentie, de zogenaamde anonieme stemverhoudingen wellicht gepubliceerd kunnen worden”. Lucas Papademos, de vice-president van de ECB, heeft in het Europees Parlement aangegeven dat het publiceren van anonieme stemverhoudingen “een aanvullend signaal voor de markten zou zijn over de veranderingen in het monetair beleid” en dat hij niet meent dat hij zijn onafhankelijkheid opgeeft als deze stemverhoudingen gepubliceerd zouden worden. De eerste stap hiertoe is volgens ons reeds gezet met het besluit om zowel argumenten voor als tegen een besluit bekend te maken.

Is er reden tot bezorgdheid over de invloed?

De vraag is hoe we tegen deze veranderingen aan moeten kijken. Wij denken dat er geen reden voor zorg is, daar de transparantie van de ECB vergroot is. Dit beschouwen wij als zeer positief. De vraag is echter hoe lang de ECB door kan gaan met het doorvoeren van veranderingen zonder dat de invloed van de politiek op de centrale bank te groot wordt. Om een antwoord op dit belangrijke vraagstuk te geven, is het volgens ons raadzaam een onderscheid te maken tussen twee aspecten, namelijk die van geloofwaardigheid en onafhankelijkheid. In onze ogen zou de grens overschreden worden wanneer de geloofwaardigheid van de ECB in het geding komt of wanneer de mate van onafhankelijkheid gereduceerd zou worden. Of de grens, in beide gevallen, overschreden is, zou bijvoorbeeld aan de hand van de inflatieverwachtingen beoordeeld kunnen worden. Deze

3 De Statuten van de ECB bepalen dat de centrale bank het economische beleid van de Europese Unie zal ondersteunen, dat gericht is op bevordering van de werkgelegenheid en economische groei, onder voorwaarde dat de prijsstabiliteit hierdoor niet in gevaar komt.

4 Begg et al. (2002) laten zien dat de correlatie tussen het rentebeleid van de ECB en de groei van de geldhoeveelheid zelfs negatief is. Met andere woorden, dat de ECB de rente verlaagd heeft in tijden waarin de groei van de geldhoeveelheid boven de referentiewaarde van 4,5 procent gelegen heeft.

5 In dit opzicht verwijzen wij naar de baanbrekende bijdrage van Kydland en Prescott (1977).

lopen namelijk op als men het geloof in de centrale bank verliest of gaat denken dat haar beleid voor politieke doeleinden gebruikt zal worden⁵.

Wij denken dat de grens niet overschreden is, maar tegelijkertijd signaleren wij ontwikkelingen die ons zorgen baren. Een daarvan is dat het gevaar bestaat dat de ECB in de praktijk steeds meer rekening zal gaan houden met de economische groei (secundaire doelstelling), terwijl ze officieel de lijn zal blijven volgen dat ze alleen voor prijsstabiliteit kan en moet zorgen. Het gevaar bestaat dat op den duur de rentebesluiten van de ECB niet verklaarbaar zullen kunnen worden aan de hand van inflatieverwachtingen en andere informatievariabelen ('risks to price stability'), waardoor de geloofwaardigheid en transparantie zullen verslechteren.

Rentebeleid

Wij denken dat er ook sprake zou zijn van overschrijding van de grens als het rentebeleid van de ECB beïnvloed zou worden. Zolang de ECB juridisch onafhankelijk blijft, zal dat volgens ons genoeg tegenwicht bieden aan de eventuele politieke druk in de richting van verlaging van de rente. Zolang de veranderingen tot stand komen op basis van discussie (zoals tot nu toe het geval

Om rechtvaardiging te blijven bieden voor haar onafhankelijkheid, moet de ECB aantoonbaar open blijven staan voor kritiek en verantwoording over het gevoerde beleid blijven afleggen

is), hoeft men zich geen zorgen te maken. Om aan deze voorwaarde te blijven voldoen, moet de huidige grote mate van onafhankelijkheid ('independence') van de ECB behouden worden.

Om rechtvaardiging te blijven bieden voor haar onafhankelijkheid, moet de ECB wel aantoonbaar open blijven staan voor kritiek en verantwoording ('accountability') over het gevoerde beleid blijven afleggen. Deze twee punten kunnen niet los van elkaar gezien worden. Als de ECB de kritiek weg zou wuiven en zou weigeren op zoek te gaan naar mogelijkheden om transparanter te worden, dan zou ze op de lange termijn ook haar recht op onafhankelijkheid verliezen. Geen enkele centrale bank opereert in een politiek vacuüm: onafhankelijkheid en democratische verantwoording zijn twee zijden van dezelfde munt. Dat veranderingen die de transparantie vergroten mogelijk zijn zonder de geloofwaardigheid van de ECB te schaden of het beleid minder effectief te maken, bewijst de aanpassing van de definitie van prijsstabiliteit. Had de ECB daarentegen het plafond van twee procent verhoogd, dan was dit volgens ons zeker slecht geweest voor de geloofwaardigheid.

De politiek wordt brutaler

In het verlengde van het bovenstaande valt ons op dat de ECON vorig jaar meerdere keren de ECB bedreigd heeft met een mogelijke aanpassing van de statuten om de gewenste veranderingen aan de ECB op te leggen. Dat de politiek steeds vaker de mate van onafhankelijkheid van de ECB ter discussie stelt, is een

zorgwekkende ontwikkeling. Zo is bijvoorbeeld voorgesteld de Europese Raad (de staatshoofden en regeringsleiders van de EU-lidstaten) toe te staan om veel meer en belangrijker artikelen van de ECB-statuten via een simpele procedure te wijzigen, zonder tussenkomst van de parlementen van de lidstaten die nu nog het laatste woord hebben. Hierdoor zou volgens ons het institutionele kader van de monetaire unie minder stabiel worden en dat zou een slechte en onwelkome ontwikkeling zijn.

Die voorstellen zijn, totnogtoe althans, niet aangenomen. Alleen al het opperen ervan vormt een significante breuk met het verleden. Of men frequent gebruik zou maken van de mogelijke aanpassingen aan de ECB op te leggen, is niet zozeer van belang. Waar het om gaat, is dat die dreiging er zou zijn. Een goed voorbeeld hiervan is de vroegere Bankwet (1948) in Nederland. We hebben een lange tijd de situatie gehad waar de minister van Financiën het aanwijzingsrecht had als een 'ultimum remedium' met betrekking tot DNB. Dat men daar nooit gebruik van heeft gemaakt, was bij de oprichting van het Europese Stelsel van Centrale Banken (ESCB) niet voldoende. Het aanwijzingsrecht werd in strijd met de onafhankelijkheid van DNB en dus ook van het ESCB beschouwd en moest om die reden dan ook geschrapt worden.

Conclusie

Tijdens zijn laatste optreden in het Europees Parlement antwoordde Wim Duisenberg op de vraag of de monetaire dialogen nut hebben dat "het antwoord bevestigend is" om daar achteraan te melden dat hij alleen niet zo snel voorbeelden kon opnoemen. Dit artikel laat zien dat dat niet zo moeilijk is. Wat verder opvalt, is dat de analyse van de monetaire dialogen zich er uitstekend voor leent om de toekomstige veranderingen te signaleren.

In toenemende mate wordt gesuggereerd dat de statuten van de ECB aangepast zouden kunnen en moeten worden. Volgens ons moet bij een eventuele aanpassing van de statuten extreem voorzichtig en nauwkeurig te werk worden gegaan en mag de geloofwaardigheid van de ECB er in geen geval onder lijden. ■

Sylvester Eijffinger en Edin Mujagic

Literatuur

- Begg, D., F. Canova, P. de Grauwe, A. Fatas en P.R. Lane (2002) *Surviving the slowdown: Monitoring the European Central Bank*. CEPR paper, London.
- Eijffinger, S.C.W. en E. Mujagic (2004) An assessment of the effectiveness of the monetary dialogue on ECB's accountability and transparency: a qualitative approach. *Intereconomics Review of European Economic Policy*, te verschijnen.
- Eijffinger, S.C.W. en E. Mujagic (2003) De ECB is geen ivoren euro-toren, *ESB*, 2 mei 2003, blz. 199-201.
- Kydland, F.W. en E.C. Prescott (1977) Rules rather than discretion: The inconsistency of the optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85 (3), blz. 473-491.