

Rentebeleid versus geldbasisbeleid : gevolgen voor de centrale-bankbalans

Luc Aucremanne
Jef Boeckx
Olivier Vergote *

Inleiding

De prioritaire doelstelling van het monetaire beleid in het Eurogebied is prijsstabiliteit. Daarom berust de monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem in de eerste plaats op een kwantitatieve definitie van prijsstabiliteit. Deze werd door de Raad van Bestuur van de ECB gedefinieerd als een jaar-op-jaar stijging van de HICP van het eurogebied met minder dan – maar dicht bij – 2 pct. op de middellange termijn. Zodoende is er geen twijfel mogelijk over de finale doelstelling van het monetaire beleid, ook al laat de middellange-termijneriëntatie die deze definitie kenmerkt, de nodige ruimte voor een geleidelijke aanpak zodat ongewenste output- en rentevolatiliteit kan worden voorkomen.

Daarnaast steunt de monetaire-beleidsstrategie op een analytisch kader dat uit twee pijlers bestaat. De zogeheten economische analyse, waarbij de economische en financiële ontwikkelingen en de daarin begrepen risico's voor prijsstabiliteit worden beoordeeld; en de zogenoemde monetaire analyse waarbij het verloop wordt nagegaan van de geldhoeveelheid, de kredietverlening en de componenten ervan en waarbij signalen worden gezocht die van belang zijn voor de inflatietendensen op de langere termijn. Ook al kent de monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem dus onmiskenbaar een vooraanstaande rol toe aan het verloop van de geldhoeveelheid, er wordt niet mechanisch gereageerd op monetaire ontwikkelingen. Het verloop van de geldhoeveelheid vormt met andere woorden geen intermediair doelwit. Ook de economische analyse levert geen intermediaire doelstelling. Zo wordt er bijvoorbeeld evenmin mechanisch gereageerd op de

inflatieprojecties. Het beslissingsproces van de Raad van Bestuur is daarentegen breed gebaseerd en meer in het bijzonder gesteund op de signalen die, na de zogeheten *cross-checking* van beide soorten van informatie, relevant zijn gebleken.

Op de zeer korte termijn stuurt het Eurosysteem met zijn open-markttransacties de geldmarktrente. Dit impliceert dat het Eurosysteem de facto een rentebeleid voert. Het idee dat hieraan ten grondslag ligt, is dat men via de korte-termijnrente de termijnstructuur van de rente beïnvloedt en zo ook de reële activiteit, de geldhoeveelheid en de inflatie. Aan het begin van iedere maand bepaalt de Raad van Bestuur daartoe de leidinggevende tarieven die de monetaire-beleidsoriëntatie aangeven. Vooral de minimale inschrijvingsrente op de basis-herfinancierings-transacties is daarbij van belang. Het operationele kader van de monetaire-beleidsvoering is erop gericht de daggeldrente te stabiliseren op het niveau van de door de Raad van Bestuur vastgelegde minimale inschrijvingsrente. In een ander artikel in dit tijdschrift wordt uitgebreid beschreven hoe dit in zijn werk gaat⁽¹⁾. In theorie zijn er evenwel ook andere opties mogelijk. Zo zou de centrale bank de hoeveelheid basisgeld of centrale-bankgeld (zie verderop voor een definitie en voor nadere details) actief kunnen sturen in plaats van de geldmarktrente, wat het in principe mogelijk zou moeten maken de geldcreatie van de kredietinstellingen, en zodoende de reële economie en de inflatie, te beïnvloeden. Aangezien de geldbasis

(*) De auteurs wensen Serge Bertholomé, Hugues Famerée en Vincent Perilleux te bedanken voor hun bijdrage aan dit artikel.

(1) Aucremanne, L., J. Boeckx en O. Vergote (2007): « Het Liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem tijdens de Periode van Financiële Beroering », *Economisch Tijdschrift van de Nationale Bank van België*, p 29-44.

conceptueel nauw aansluit bij de geldhoeveelheid en gelet op de vooraanstaande rol die geld in de monetaire-beleidsstrategie speelt, zou men zelfs kunnen vermoeden dat de geldbasis misschien een beter doelwit vormt. In dit artikel worden de voor- en nadelen van de beide opties besproken en wordt duidelijk gemaakt waarom de centrale banken van economieën met goed ontwikkelde financiële markten tegenwoordig de korte-termijnrente sturen in plaats van de geldbasis. Ten slotte wordt er ook op gewezen dat de beide opties totaal verschillende implicaties hebben voor het verloop van de centrale-bankbalans en de interpretatie ervan. Er wordt meer in het bijzonder aangetoond dat een rentebeleid impliceert dat de centrale-bankbalans endogeen wordt en dus niet langer informatief is voor de monetaire-beleidsoriëntatie. Dit betekent dat de soms uitgesproken liquiditeitsverstrekking tijdens de in de zomer van 2007 begonnen periode van financiële beroering, die elders in dit tijdschrift wordt besproken, geen signaalfunctie heeft betreffende de monetaire-beleidsoriëntatie.

Het artikel is als volgt gestructureerd. In het eerste deel wordt kort de relatie tussen de centrale-bankbalans, de geldbasis, de totale geldhoeveelheid en de kredietverlening toegelicht. In het tweede deel wordt de keuze tussen een rentebeleid en een geldbasisbeleid behandeld en wordt nagegaan welke factoren die keuze bepalen. Ten slotte wordt besproken wat de gevolgen zijn van een rentebeleid voor de interpretatie van de centrale-bankbalans.

1. De centrale-bankbalans en de geldhoeveelheid

De balans van het Eurosysteem staat in direct verband met de geldmarkt. Op de passiefzijde van de balans bevindt zich de geldbasis, ook wel monetaire basis genoemd. Dit basisgeld staat voor de meest liquide vormen van geld die enkel door de centrale bank worden gecreëerd, waardoor het soms ook centrale-bankgeld wordt genoemd. Het basisgeld bestaat uit de chartale geldomloop (bankbiljetten en munten), de door de tegenpartijen bij het Eurosysteem (grotendeels verplicht) aangehouden reserves en het beroep op de depositofaciliteit. Het basisgeld kan worden beschouwd als de basis van de totale geldhoeveelheid die, naast de biljettenomloop, voor het grootste deel bestaat uit giraal geld dat door de kredietinstellingen wordt gecreëerd. De precieze werking van het «*loans make deposits*»-beginsel wordt in het Kader uiteengezet.

Wat de girale geldcreatie betreft, zij opgemerkt dat er deposito's bestaan in allerlei vormen en dat deze van elkaar verschillen qua liquiditeit (omzetbaarheid in

betaalmiddelen). Aangezien de aard en de kenmerken van financiële producten, transacties en betalingswijzen veranderen in de tijd, is het a priori niet altijd duidelijk hoe geld moet worden gedefinieerd. Daarom wordt het verloop van verschillende monetaire aggregaten gevolgd, waarbij de afweging hoort dat het volgen van een klein aggregaat de ontwikkelingen in dichte substituten van geld kan missen, terwijl een groot aggregaat de functie van geld als betaalmiddel kan overschatten. Die aggregaten verschillen qua samenstelling naargelang de liquiditeit van de componenten.

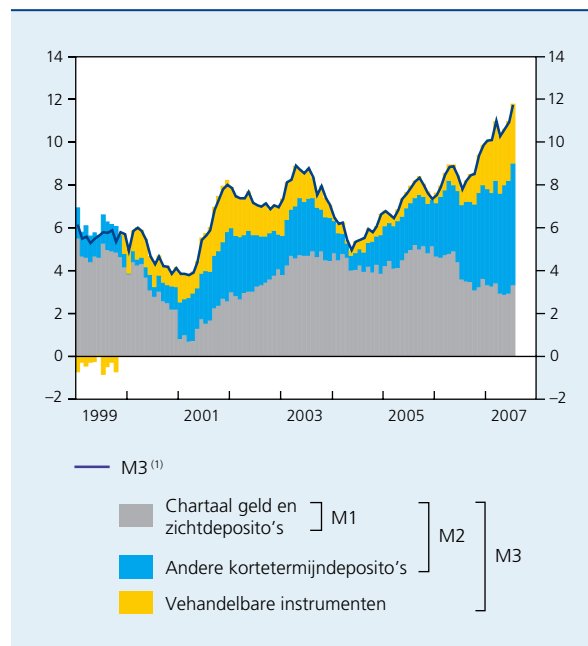
Het enge monetaire aggregaat, M1, bevat de bankbiljetten in omloop en de zichtdeposito's. Deze deposito's kunnen onmiddellijk in chartaal geld worden omgezet of voor girale betalingen worden gebruikt. Het intermediaire monetaire aggregaat, M2, omvat M1 alsook deposito's met een vaste looptijd tot en met twee jaar of met een opzegtermijn tot en met drie maanden. Deze deposito's kunnen worden omgezet in componenten van M1, maar mogelijk met enkele beperkingen, zoals een opzegtermijn, een boete of kosten. Het verschil tussen het intermediaire en het enge monetaire aggregaat (M2-M1) kan men kortweg omschrijven als andere korte-termijndeposito's. Het ruime monetaire aggregaat, M3, omvat M2 en bepaalde verhandelbare, door monetaire financiële instellingen (MFI's) – waartoe ook de kredietinstellingen behoren – uitgegeven instrumenten. Deze verhandelbare instrumenten zijn repo's, aandelen of participaties in geldmarktfondsen en schuldbewijzen met een looptijd tot en met twee jaar (waaronder geldmarktpapier). Door de hoge mate van liquiditeit vormen deze instrumenten nauwe substituten voor deposito's. Doordat deze instrumenten in het ruime monetaire aggregaat zijn begrepen, wordt dit laatste minder beïnvloed door substitutie tussen de verschillende categorieën van liquide activa en is het stabielier dan de engere geldbegrippen. Men kan het verschil tussen het ruime en het intermediaire aggregaat (M3-M2) ook summier omschrijven als verhandelbare instrumenten.

Sinds de start van de monetaire unie hebben tussen de verschillende componenten van M3 grote substitutiebewegingen plaatsgevonden, zodat het verloop van het ruimer gedefinieerde aggregaat stabielier was dan dat van de engere monetaire aggregaten. Zo wordt de sterke groei van M3 sedert eind 2005 in afnemende mate gestuurd door het verloop van het enge monetaire aggregaat en in toenemende mate door dat van andere korte-termijndeposito's en dat van de verhandelbare instrumenten. De in december 2005 ingezette cyclus van renteverhogingen maakt chartaal geld en zichtdeposito's immers minder aantrekkelijk ten opzichte van andere korte-termijndeposito's of van verhandelbare schuldbewijzen waarvan de vergoeding beter het verloop van de geldmarktrente volgt.

De renteverhogingen hebben voorsnog enkel tot substitutie-effecten tussen de verschillende componenten van M3 geleid, zonder evenwel de totale dynamiek om te buigen aangezien het groeicijfer van M3 in september 2007 11,3 pct. beliep. Die dynamiek wordt in niet onbelangrijke mate gedreven door portefeuille-overwegingen, vooral omdat de vlakke rentestructuur kortlopende beleggingen, waarvan sommige in M3 zijn opgenomen, aantrekkelijk maakt. Bovendien heeft recentelijk wellicht ook gespeeld dat activa met een laag risicoprofiel als gevolg van de financiële beroering aan aantrekkingskracht wonnen. Eerder hadden na het barsten van de ICT-zeepbel in de periode 2001-2003 belangrijke portefeuilleherschikkingen plaatsgevonden, waarbij ingezetenen buitenlandse activa liquideerden en die middelen vervolgens belegden in minder risicovolle activa die zijn opgenomen in M3. Mogelijkerwijs vloeit de forse geldgroei ook voort uit een meer structurele gedragswijziging die heeft geleid tot een breuk in de geldvraag als gevolg van de nieuwe omgeving van prijsstabiliteit en lage rentetarieven. Precies omdat het per saldo niet eenvoudig is om in *real time* te achterhalen in welke mate de vraag naar geld is ingegeven door een transactiemotief – vooral dit soort van geldvraag heeft implicaties voor prijsstabiliteit –, is de monetaire analyse slechts één van de factoren, zij het een belangrijke, waarop de monetaire-beleidsbeslissingen van de Raad van Bestuur zijn gesteund. Bovendien wordt ervan uitgegaan dat de monetaire analyse vooral risico's voor prijsstabiliteit op de middellange tot lange termijn signaleert. Voor dergelijke horizonten is met name de weerslag van portefeuilleherschikkingen op de monetaire dynamiek minder storend.

GRAFIEK 1 M3 EN DE COMPONENTEN ERVAN

(voor seizoen- en kalenderinvloeden gezuiverde gegevens; bijdrage tot de verandering van M3 t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar, procentpunten tenzij anders vermeld)



Bron : ECB.

(1) Veranderingspercentages t.o.v. de overeenstemmende maand van het voorgaande jaar.

Kader – De geldmultiplicatoren en het verloop ervan sedert 1999

Het gebruik van de term basissgeld vindt zijn oorsprong in het feit dat het kan worden gezien als de basis van de totale geldhoeveelheid. Deze laatste bestaat naast de in omloop gebrachte biljetten en munten immers ook uit de kortlopende deposito's bij de MFI's die via het «*loans make deposits*»-beginsel tot stand komen. Kredietinstellingen kunnen de reserves waarover zij beschikken uitlenen aan het publiek. Dit geld komt na aanwending opnieuw op deposito's terecht – niet noodzakelijk bij dezelfde bank, maar dat is van geen belang indien men vanuit macroeconomisch standpunt het bankwezen in zijn geheel analyseert –, waarna het geld opnieuw kan uitgeleend worden en er nieuwe deposito's worden gevormd. Dit proces leidt tot een geldexpansie die echter wordt afgeremd door de reserveverplichting waaraan de kredietinstellingen moeten voldoen en de biljettenvoorkeur van het publiek.

Bijvoorbeeld, stel dat de centrale bank een verplichte-reservecoëfficiënt van 10 pct. oplegt en via een open markttransactie een effect koopt bij een kredietinstelling ter waarde van 100. Het geld wordt gestort op de reserverekening die de kredietinstelling bij de centrale bank aanhoudt, waardoor de vrije reserves en zo ook de monetaire basis (MB) met 100 stijgen ($t=1$). De kredietinstelling kan de vrije reserves omzetten in een lening en

via de daarmee gepaard gaande depositovorming stijgen de deposito's en zo de geldhoeveelheid (M) in eerste instantie met 100 (t=2). Hierop is 10 pct. verplichte reserve verschuldigd zodat de verplichte reserves met 10 stijgen en de vrije reserves met 10 dalen. Stel dat het publiek bovendien telkens 10 pct. van de deposito's in chartaal geld wenst aan te houden, dan stijgen de biljetten en zo de geldhoeveelheid met 10 terwijl de vrije reserves nog eens met 10 dalen. De vrije reserves zijn hierdoor teruggelopen tot 80 en er zal dus maximaal 80 opnieuw worden uitgeleend (t=3), waardoor vervolgens ook de verplichte reserves en de biljetten in omloop elk stijgen met 8 en de vrije reserves telkens in dezelfde mate afnemen. Als dit proces zich voortzet, stijgen de deposito's in de limiet met 500 en de biljetten met 50, zodat de totale geldhoeveelheid met 550 toeneemt tegenover een initiële injectie van 100. De relatie tussen de geldbasis en de geldhoeveelheid wordt weergegeven door de geldmultiplicator $\Delta M/\Delta MB$, die in dit voorbeeld 5,5 bedraagt.

GELDCREATIE EN DE GELDMULTIPLICATOR

(weerslag van de reserveverplichting en de biljettenvoorkeur)

	t = 1	t = 2		t = 3		Gecumuleerd effect
Monetaire basis	+100					100
Reserves:						
Vrij	+100	-10	-10	-8	-8	0
Verplicht		+10		+8		50
Biljetten in omloop			+10		+8	50
Deposito's		+100		+80		500
Geldhoeveelheid		+100	+10	+80	+8	550

Rekening houdend met de besproken factoren kan een uitdrukking voor de geldmultiplicator worden geformuleerd. Daartoe definiëren we de voorkeur voor biljetten (c) en de verplichte-reserveratio (vr) als de ratio van respectievelijk de biljetten in omloop en de verplichte reserves ten opzichte van de totale hoeveelheid bij de kredietinstellingen gevormde deposito's. De totale geldhoeveelheid kan dan als een veelvoud van de monetaire basis worden uitgedrukt:

$$M = (1+c)/(c+vr)MB.$$

Uit deze formule blijkt duidelijk dat de multiplicator daalt ingeval de verplichte-reservecoëfficiënt of de biljettenvoorkeur stijgen.

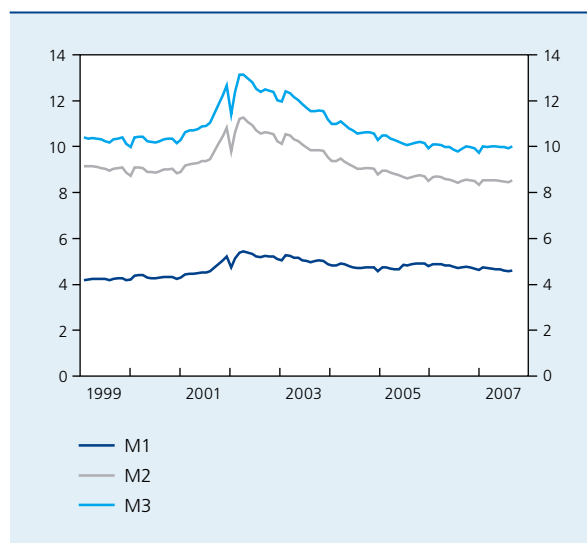
Het bestaan van dit mechanisme impliceert dat het overgrote deel van de geldcreatie buiten de centrale bank om gebeurt en in de vorm van deposito's tot uiting komt op de geconsolideerde balans van de MFI's. Toch komt ook de chartale geldomloop voor op de geconsolideerde balans van de MFI-sector, omdat de centrale bank ook tot deze laatste behoort. De reserves van de kredietinstellingen bij de centrale bank komen op deze geconsolideerde balans niet voor omdat zij tegelijkertijd een actief zijn van de kredietinstellingen en een passief van de centrale bank. Zij zitten dan ook niet vervat in de totale geldhoeveelheid.

Door de verhouding te berekenen tussen de verschillende monetaire aggregaten en de geldbasis, kan voor ieder monetair aggregaat een geldmultiplicator worden berekend. Niet zozeer het niveau van de multiplicator, maar wel het verloop ervan doorheen de tijd is in deze context belangrijk. Indien de multiplicator stabiel blijkt te zijn, zou de centrale bank via het controleren van de geldbasis ook de totale geldhoeveelheid kunnen sturen. Zoals verderop wordt uiteengezet, is een stabiele geldmultiplicator dan ook één van de voorwaarden om eerder de geldbasis dan wel de rente te sturen.



GELDMULTIPLICATOREN

(ratio's op basis van maandgegevens⁽¹⁾)



Bronnen: ECB, NBB.

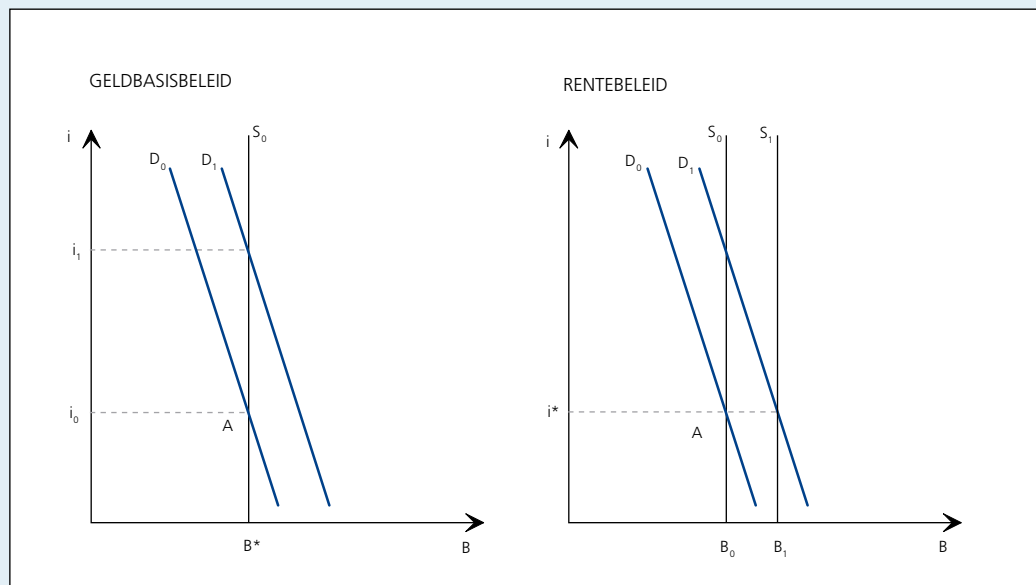
(1) Verhouding tussen de monetaire aggregaten en de monetaire basis.

Tijdens de periode van de monetaire unie zijn de geldmultiplicatoren aanvankelijk gestegen en nadien opnieuw in de richting van hun oorspronkelijk niveau geëvolueerd. Deze ontwikkeling kan worden verklaard door de invoering van de chartale euro die in het gebruik van chartaal geld, en dus in de geldbasis, een tijdelijke negatieve schok veroorzaakte. Het M3-aggregaat van zijn kant werd hierdoor nauwelijks beïnvloed omdat het een substitutie tussen twee componenten van de ruime geldhoeveelheid betrof, zodat de geldmultiplator steeg. Hoewel het hier gaat om een unieke gebeurtenis die een erg instabiele multiplicator impliceert, blijkt de geldmultiplator daarbuiten ook niet stabiel. De instabiliteit wordt veroorzaakt door financiële innovaties en structurele veranderingen die door de centrale bank moeilijk te voorspellen zijn. Kleine schommelingen in de multiplicatoren veroorzaken grote schommelingen in de aggregaten, wat in het nadeel speelt van het voeren van een geldbasisbeleid. Bovendien moet een geldbasisbeleid van dag tot dag gevoerd worden, zodat de in deze context relevante variabiliteit van de geldmultiplicatoren zou moeten berekend worden aan de hand van (niet-beschikbare) daggegevens voor de monetaire aggregaten, in plaats van maandgegevens. Op dagbasis zijn de multiplicatoren allicht nog veel volatieler. Zo is het weinig waarschijnlijk dat de soms forse liquiditeitsverstrekking tijdens de periode van financiële beroering, die elders in dit tijdschrift besproken wordt, een proportionele weerslag had op de totale geldhoeveelheid. Derhalve duidt zij veeleer op een plotselinge daling van de geldmultiplator, (zie ook Bini Smaghi (2007) hierover).

2. Rentebeleid versus geldbasisbeleid

De centrale bank kan kiezen tussen een geldbasisbeleid of een rentebeleid. De centrale bank heeft het monopolie inzake het aanbieden van basisgeld en kan aldus de prijs i of de hoeveelheid B bepalen. Ze kan met andere woorden een punt kiezen op de vraagcurve naar liquiditeiten en dit punt bereiken via het zetten van de overeenkomstige hoeveelheid basisgeld of van de rente. Onder stabiele

marktvoorwaarden is de keuze tussen prijs en hoeveelheid irrelevant. Om bijvoorbeeld punt A te bereiken op de vraagcurve D_0 , kan de centrale bank de geldbasis op het niveau B^* brengen, wat het rentepeil i_0 impliceert. De centrale bank kan ook de rente i^* aankondigen en de geldbasis naar B_0 sturen om dit rentepeil te verkrijgen. Beide leveren hetzelfde resultaat op. Indien de vraag naar basisgeld als gevolg van schokken instabiel is, zal het effect op de rente en het basisgeld echter wel afhangen



van het gekozen beleid. Bijvoorbeeld, indien de vraagcurve verschuift van D_0 naar D_1 zal, in het geval van een geldbasisbeleid, de geldbasis constant worden gehouden zodat een verhoging van de vraag niet wordt gecompenseerd en de rente stijgt van i_0 naar i_1 . Schommelingen in de rente kunnen groot zijn als de vraagelasticiteit naar basisgeld laag is, wat overeenkomt met een steile vraagcurve. In geval van een rentebeleid, zal bij een verhoging van de vraag de centrale bank het aanbod aan liquiditeiten verhogen om de rente op peil te houden. Dit leidt tot een verandering in de geldbasis (van B_0 naar B_1). Een en ander impliceert dat bij een rentebeleid de geldbasis vrijgelaten wordt, terwijl bij een geldbasisbeleid de rente vrij kan bewegen. Daarom sluiten de twee procedures elkaar ook uit. Zodra de centrale bank ervoor kiest de rente te sturen, wordt de geldbasis losgelaten en is het niet mogelijk ze te sturen. Omgekeerd, als een geldbasisdoel wordt nagestreefd, kan de rente niet worden vastgepind.

De keuze voor het sturen van de geldbasis of van de rente hangt af van de stabiliteit van hun relatie met de finale doelstelling. De relatie tussen het instrument en de operationele doelstelling is normaal gesproken sterk, aangezien herfinancieringsoperaties een efficiënt instrument zijn. Onder turbulente marktvoorwaarden kan het voor de centrale bank echter moeilijker zijn om de operationele doelstelling met een grote mate van nauwkeurigheid te bereiken (zie elders in dit tijdschrift voor een bespreking van het liquiditeitsbeheer tijdens de jongste periode van financiële beroering).

Of via de geldbasis een monetair aggregaat zoals M3 vlot kan worden gestuurd, zal afhangen van de stabiliteit van de geldmultiplator. Voorts zal de stabiliteit van de geldvraag een belangrijke rol spelen in de relatie tussen de geldhoeveelheid en de inflatie. De transmissie van een rentebeleid verloopt van haar kant eerder via de termijnstructuur van de rente dan via de monetaire aggregaten. Voor zover de rente de investerings- en consumptiebeslissingen bepaalt, zal de stabiliteit van de totale vraag hier een belangrijke factor zijn. Per saldo zal de keuze afhangen van de relatieve stabiliteit van de geldmultiplator en de geldvraag, enerzijds, en de stabiliteit van de totale vraag, anderzijds.

Een economie wordt normaal gezien getroffen door zowel totale-vraagschokken als geldvraagschokken. De optimale keuze van een operationeel doelwit zal dus niet afhangen van het al dan niet optreden van een bepaald type schokken, maar wel van het relatieve belang ervan. Poole (1970) toont via een eenvoudig model aan dat de keuze tussen het sturen van de rente of de geldhoeveelheid afhangt van de belangrijkheid van geldvraagschokken t.o.v. schokken in de totale vraag⁽¹⁾.

Dit kan worden aangetoond op basis van een eenvoudig IS-LM-schema, waarbij de IS-curve het evenwicht op de goederenmarkt weergeeft en de LM-curve het evenwicht op de geldmarkt⁽²⁾. Evenwicht op de goederenmarkt

(1) Zie ook Walsh (2003) voor een bespreking.

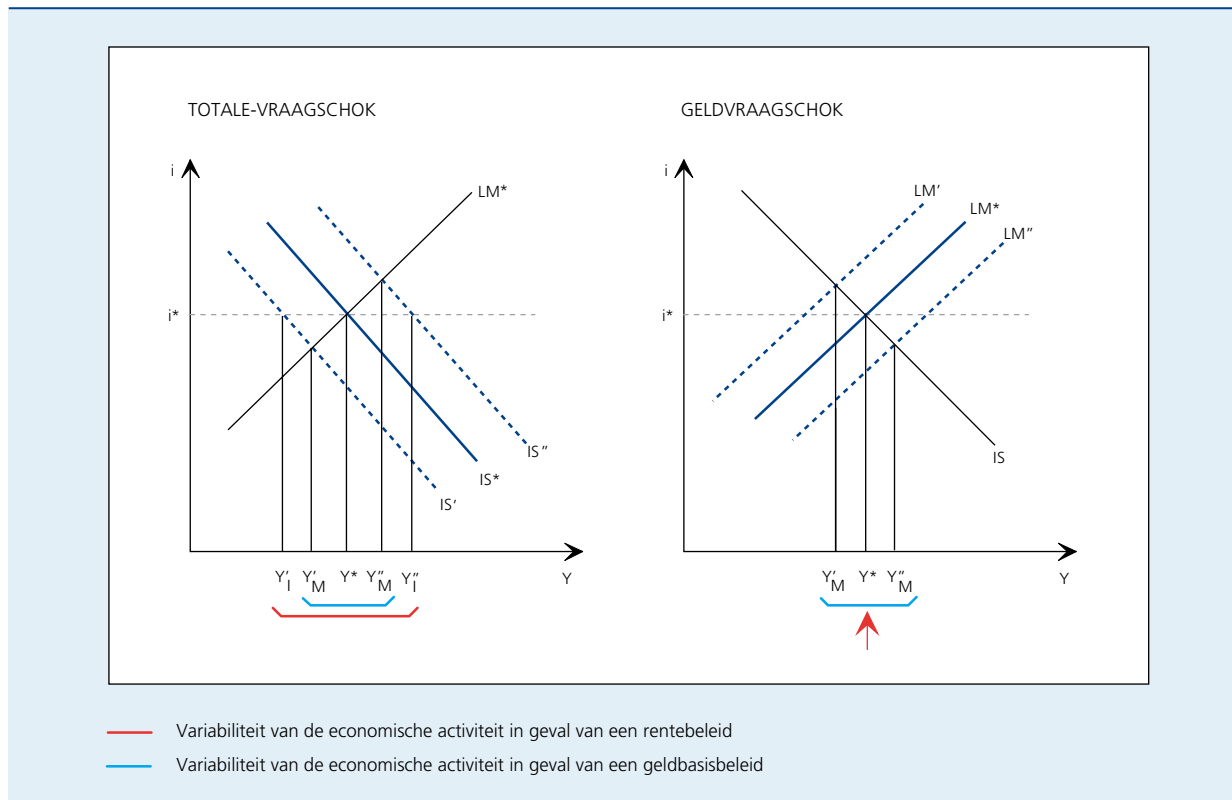
(2) Zie b.v. Mishkin (2001).

impliceert een negatief verband tussen het niveau van de rente (i) en de economische activiteit (Y), omdat een hoger rentepeil investeringen en consumptie minder aantrekkelijk maakt. Evenwicht op de geldmarkt impliceert een positief verband tussen de rente en de economische activiteit aangezien een hoger activiteitsniveau een hogere transactievraag naar geld impliceert. Deze hogere geldvraag veroorzaakt op haar beurt een rentestijging bij een onveranderd geldaanbod. Beide markten zijn simultaan in evenwicht op het snijpunt van beide curven: dit is het geval bij rente i^* en activiteitsniveau Y^* . Dit schema illustreert duidelijk het effect van de verschillende schokken, maar het steunt daarbij wel op enkele veronderstellingen. Ten eerste wordt eenvoudigheidshalve het prijspeil buiten beschouwing gelaten, zodat er geen inflatieverwachtingen zijn en enkel de nominale rente van belang is (zij stemt dan immers overeen met de verwachte reële rente). Ten tweede is in dit voorbeeld de finale doelstelling van de centrale bank niet het handhaven van prijsstabiliteit, maar het stabiliseren van het activiteitsniveau, dat geïnterpreteerd kan worden als de *output gap*. Een meer realistische representatie van de economie zou ook het totale aanbod, dat de *output gap* en de inflatie verbindt, in kaart moeten brengen, maar dat is niet noodzakelijk om de factoren die de keuze van het operationele doelwit bepalen, te illustreren. Wetende dat in de realiteit

schommelingen in de *output gap* implicaties hebben voor inflatie, is dit eenvoudige uitgangspunt niet onrealistisch.

Wanneer de economie met totale-vraagschokken wordt geconfronteerd, schommelt de IS-curve rond haar verwachte ligging, IS^* . In het voorbeeld beweegt de IS-curve tussen IS' en IS'' . In geval van een rentedoelwit zal de centrale bank het geldaanbod laten variëren (waardoor de LM-curve verschuift) om de rente gelijk te houden. Hierdoor zal de productie uiteindelijk variëren tussen Y_1' (bij een negatieve schok) en Y_1'' (bij een positieve schok). In geval van een geldbasisdoelwit wordt niet ingegrepen (LM blijft onveranderd), wat leidt tot renteveranderingen. Deze laatste matigen het effect op de productie die nu tussen Y_M' en Y_M'' beweegt. Bij een negatieve vraagschok daalt de rente immers, waardoor de activiteit minder sterk terugloopt. Bij een positieve vraagschok daarentegen stijgt de rente, waardoor de activiteit minder stijgt. Aangezien een geldbasisdoelwit leidt tot een kleinere variantie in de economische activiteit, wordt het in dit geval verkozen boven een rentebeleid. In tegenstelling tot het hanteren van een rentedoelwit, genereert het immers tot op zekere hoogte rentebewegingen die de weerslag van totale-vraagschokken op de economische activiteit temperen.

GRAFIEK 3 DE KEUZE TUSSEN EEN GELDBASISBELEID EN EEN RENTEBELEID



Wanneer zich geldvraagschokken voordoen, zal de LM-curve onzeker en instabiel zijn. De verwachte LM-curve is LM^* , maar LM schommelt als gevolg van geldvraagschokken tussen LM' (bij een positieve schok) en LM'' (bij een negatieve schok). In geval van een rentebeleid wordt het geldaanbod aangepast om de LM-curve terug naar haar oorspronkelijke niveau te brengen en de rente constant te houden. Bij een constante rente (en een ongewijzigde IS-curve) is er ook geen effect op de productie. In geval van een geldbasisdoelwit worden de verschuivingen van de LM-curve niet tegengewerkt, waardoor er renteveranderingen volgen. Bij een toename van de geldvraag zal de rente stijgen, wat leidt tot een daling van de productie tot Y_M' ; bij een vermindering van de geldvraag zal de rente daarentegen dalen, waardoor de productie stijgt tot Y_M'' . Aangezien de onder het geldbasisbeleid getolereerde rentewijzigingen niet wenselijk zijn als er zich geen totale-vraagschokken voordoen, wordt in dit geval de voorkeur gegeven aan een rentebeleid. In tegenstelling tot het geldbasisbeleid leidt het in geval van geldvraagschokken immers niet tot inefficiënte schommelingen in de economische activiteit.

Wanneer de geldvraag relatief instabiel is, en geldvraagschokken dus dominant zijn, valt een rentedoelwit te verkiezen. Wanneer veeleer de totale vraag instabiel is, en totale-vraagschokken dus dominant zijn, is een geldbasisdoelwit te verkiezen. Verder verschilt de impact ook naargelang de gevoeligheid van de economie voor de verschillende schokken, wat weerspiegeld wordt in de helling van de IS- en LM-curven. Kortom, hoe frequenter geldvraagschokken en hoe groter hun impact op de reële economie, wat zich uit in een vlakke IS-curve en een steile LM-curve, hoe groter de voorkeur voor een rentebeleid.

Uit het Kader is reeds gebleken dat de geldmultiplicator instabiel is. Ook het verband tussen de ontwikkeling van M3 en de prijzen is niet erg stabiel op kortere termijn, aangezien dan portefeuillebewegingen een grote rol kunnen spelen als determinant van de geldvraag. Bovendien is de onzekerheid omtrent de geldvraag op dagelijkse basis, net zoals bij de geldmultiplicator, wellicht groter dan wat uit de maandgegevens blijkt die gebruikt werden bij de bespreking van het verloop van M3. Dat de onzekerheid vergroot bij de overstap naar de – voor de operationele beleidsvoering relevante – dagfrequentie geldt ongetwijfeld voor zowel de IS- als de LM-curve, maar wellicht meer voor deze laatste. Derhalve vergroot deze overgang het relatieve voordeel van een rentebeleid. Toegepast op de soms forse toename van de vraag naar liquiditeit tijdens de periode van financiële onrust vanaf augustus 2007, die eerder geldvraagschokken zijn dan verschuivingen van de totale vraagcurve, impliceert dit denkkader dat in zo'n

omgeving een stabilisatie van de rente te verkiezen valt (zie ook Noyer (2007) hierover).

Net zoals het Eurosysteem geven vele centrale banken van industriële landen met goed ontwikkelde financiële markten de voorkeur aan een rentebeleid. De rente geeft daarenboven ook een duidelijk signaal af, waarschijnlijk beter dan een monetair doelwit, waar tegengestelde ontwikkelingen in verschillende aggregaten voor verwarring kunnen zorgen. De geldmarktrente kan ook voortdurend worden geobserveerd, wat het beleid transparanter maakt dan via aggregaten die slechts met een lagere frequentie en enige vertraging informatie verschaffen. De lagere rentevolatiliteit vergemakkelijkt bovendien ook het liquiditeitsbeheer van de kredietinstellingen.

Dat het operationele kader van het Eurosysteem de rente privilegieert, impliceert evenwel niet dat monetaire ontwikkelingen irrelevant zijn voor het halen van de finale doelstelling, namelijk prijsstabiliteit. De geldgroei wordt niet gestuurd maar wel geanalyseerd als onderdeel van de monetaire analyse die, naast de economische analyse, een aparte pijler vormt van de monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem. Die vooraanstaande plaats is onder meer gesteund op het feit dat in het verleden gebleken is dat er een hecht verband bestaat tussen de fundamentele ontwikkelingen in de groei van de geldhoeveelheid, enerzijds, en de fundamentele ontwikkelingen in de inflatie anderzijds. Die fundamentele ontwikkelingen refereren naar wat zich op middellange tot lange termijn afspeelt. Dit zijn dan ook de relevante horizonten voor de monetaire analyse. Op die horizonten zijn de hoger aangehaalde problemen van instabiliteit, die voor de operationele-beleidsvoering bijzonder storend zouden zijn, in principe minder uitgesproken. Maar zelfs dan is, zoals hoger is gebleken, een grondige analyse van de monetaire ontwikkelingen nodig ten einde hun implicaties voor prijsstabiliteit correct in te schatten.

3. Weerslag van een rentebeleid voor de centrale-bankbalans

De keuze van de operationele doelstelling heeft implicaties voor het verloop en de interpretatie van de centrale-bankbalansposten en de korte-termijnrente. Indien de centrale bank opteert voor een rentebeleid, signaleert de rente de monetaire-beleidsoriëntatie. De liquiditeit op de geldmarkt wordt dan gestuurd om de geldmarktrente dicht bij de beleidsrente te brengen. Zelfs in de turbulente marktomstandigheden, die begonnen vanaf augustus 2007, is het Eurosysteem erin geslaagd de signaalfunctie van de geldmarktrente met betrekking tot de monetaire-beleidskoers te vrijwaren door een passend

liquiditeitsbeheer te voeren. De vraag naar liquiditeiten wordt dan opgevangen door het aanbod. Dit betekent dat schommelingen in de vraag naar liquiditeiten doormaken naar veranderingen in de balansposten zodat de centrale-bankbalans endogeen wordt. Zo weerspiegelt de hoeveelheid biljetten op de geconsolideerde balans van het Eurosysteem de vraag tegen het van kracht zijnde rentepeil, zodat de biljetten als een autonome factor kunnen worden beschouwd bij een analytische presentatie van de geconsolideerde balans van het Eurosysteem. De omvang van de tegoeden in rekeningen-courant bij het Eurosysteem weerspiegelt van zijn kant de vraag naar centrale-bankreserves vanwege het bankwezen. Dit impliceert meteen ook dat de soms grote liquiditeitsinjecties die een forse toename van de tegoeden in rekeningen-courant bij het Eurosysteem impliceerden, geen signaal geven over de monetaire-beleidsoriëntatie en niet op een versoepeling ervan wijzen.

De verplichte reserves zijn bovendien geen actief instrument van het monetaire beleid. Hoewel het in theorie mogelijk is op deze manier de geldcreatie af te remmen, is dit in de praktijk geen efficiënt instrument. Er zouden in de reservecoëfficiënt zeer kleine veranderingen nodig zijn om de geldhoeveelheid bij te sturen, terwijl het effect ervan moeilijk in te schatten is, gelet op de instabiliteit van de geldmultipliator. Bovendien zouden voortdurende aanpassingen van de verplichte reservecoëfficiënt het liquiditeitsbeheer van de kredietinstellingen drastisch bemoeilijken. De reserves hebben in het operationele kader van het Eurosysteem evenwel twee andere, meer technische functies. Ten eerste creëert de reserveverplichting automatisch een vraag naar centrale-bankreserves, waardoor de liquiditeitsbehoefte op structurele wijze wordt vergroot. Dit betekent dat kredietinstellingen steeds op het Eurosysteem zijn aangewezen wat het liquiditeitsbeheer vergemakkelijkt. Ten tweede zijn de reserves nuttig als liquiditeitsbuffer wat het liquiditeitsbeheer van de individuele kredietinstellingen vergemakkelijkt. Precies omdat de reserveverplichting betrekking heeft op het gemiddelde van de tegoeden die tijdens de reserve-aanhoudingsperiode op rekeningen-courant bij het Eurosysteem worden aangehouden, kunnen onverwachte schommelingen in de liquiditeitsbehoefte in de loop van de periode gemakkelijk worden opgevangen.

Gedurende de aanhoudingsperiode, maar uiteraard niet meer aan het einde ervan, heeft dit ook een stabiliserend effect op de rente. In het geval van het Eurosysteem hebben de verplichte reserves derhalve een operationele functie, die losstaat van de monetaire-beleidsoriëntatie die de Raad van Bestuur wenst aan te geven.

Conclusies

In dit artikel wordt de relatie besproken tussen de centrale-bankbalans, de geldbasis, de monetaire aggregaten en de kredietverlening in het eurogebied. Er wordt tevens ingegaan op de vraag hoe een en ander zich verhoudt tot de finale doelstelling van het Eurosysteem, namelijk prijsstabiliteit. Daarnaast wordt vooral aandacht besteed aan de keuze van de operationele doelstelling. Daaruit is gebleken dat de voorwaarden gunstiger zijn voor het voeren van een rentebeleid dan voor het voeren van een geldbasisbeleid. De reden daarvan is dat de onzekerheid die wordt teweeggebracht door geldvraagschokken en door de instabiliteit van de geldmultiplicatoren groter is dan die welke het gevolg is van totale-vraagschokken, zeker voor de zeer korte termijn die voor de operationele beleidsvoering relevant is. Dit verklaart waarom centrale banken van landen met goed ontwikkelde financiële markten tegenwoordig een rentebeleid voeren.

Het voeren van een rentebeleid impliceert een endogene centrale-bankbalans. De vraag naar liquiditeit wordt door de centrale bank beantwoord teneinde de rente rond het gewenste niveau te stabiliseren. Schommelingen in de vraag naar basisgeld stromen aldus door naar de balansposten. Het betekent ook dat niet het basisgeld, maar de rente de monetaire-beleidsoriëntatie aangeeft. De keuze voor een rentebeleid is niet strijdig met de vooraanstaande rol van geld in de monetaire-beleidsstrategie van het Eurosysteem. Het bereiken van de finale doelstelling bevindt zich immers op een andere horizon – volgens de definitie van prijsstabiliteit op de middellange termijn – dan de operationele beleidsvoering waar de zeer korte termijn relevant is. Het comparatieve voordeel van de monetaire analyse als indicator voor de risico's voor prijsstabiliteit bevindt zich van zijn kant voornamelijk op de middellange tot lange termijn.

Bibliografie

Aucremanne, L., J. Boeckx en O. Vergote (2007): « Het Liquiditeitsbeheer van het Eurosysteem tijdens de Periode van Financiële Beroering », *Economisch Tijdschrift*, Nationale Bank van België, 29-44.

Bini Smaghi, L. (2007): « Financial globalisation and excess liquidity: monetary policies and new uncertainties », Remarks at the Euro50-Natixis breakfast seminar, Washington DC, 21 oktober 2007.

ECB (2002), « Het liquiditeitsbeheer van de ECB », *ECB Maandbericht*, mei, 41-53.

ECB (2004), « *Het monetaire beleid van de ECB* ».

Mishkin, F.S. (2001): « *The Economics of Money, Banking and Financial Markets* », Addison-Wesley, 6th edition.

Noyer (2007): « No moral hazard: the banks are doing their job », *Financial Times* 18 september.

Poole W. (1970), « Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model », *The Quarterly Journal of Economics*, 84(2), 197-21

Walsh, C. E. (2003), « Monetary-Policy Operating Procedures », in *Monetary Theory and Policy*, MIT Press, 429-472.