



ECONOMISCH & SOCIAAL TIJDSCHRIFT

Abonnering

Verantwoordelijke: L. Verdickt-Lerno

Een abonnement telt zes nummers en kan ingaan op ieder tijdstip van het jaar. Abonnering of bestelling van losse nummers gebeurt door storting of overschrijving van het betreffende bedrag op een der onderstaande rekeningen, met duidelijke vermelding van de reden van betaling.

ASLK: 001-0283295-34

Kredietbank: 409-6521861-13

Prijzen 1989

Abonnement (1 jaar, 6 nummers):

- privé-personen	1.050 fr.
- ondernemingen	1.250 fr.
- studenten	650 fr.
- gunsttarief vanaf 5 ab. op hetzelfde adres	1.050 fr.
- buiten de Benelux	2.200 fr.

Losse nummers (uitgezonderd themanummers):

- t/m 1981	90 fr.
- 1982-1984	150 fr.
- 1985	250 fr.
- 1986	280 fr.
- 1987	300 fr.
- 1988-1989	345 fr.

Redactie-adres

Economisch en Sociaal Tijdschrift

Kipdorp 19

2000 Antwerpen

Tel. redactie: (03) 220 47 47

Tel. abonnementen en boekhouding: (03) 220 47 46

ISSN 0013-0575

Overname van bijdragen is enkel toegelaten na voorafgaande schriftelijke toestemming van de redactie, en met uitdrukkelijke en volledige bronvermelding.

HET GELDGROEIBELEID Een post-mortem

Marc QUINTYN*

Marc Quintyn is dr. in de algemeen-economische wetenschappen aan de R.U. Gent (1986). Tussen 1979 en 1983 was hij assistent bij het Seminarie voor Financiële Economie, R.U. Gent. Thans is hij verbonden aan het departement Studiën van de N.B.B. en aan de Economische Hogeschool Limburg, waar hij Europese Economische Vraagstukken doceert. Hij is tevens wetenschappelijk medewerker bij de Studiegroep voor Europese politiek. Hij publiceerde reeds verscheidene bijdragen over monetaire en financiële problemen, alsook over de Europese integratie. Co-auteur van het boek «De Belgische geldmarkt over 10 jaar» (1986) en het boek «Europese financiële integratie en monetaire samenwerking» (1989).

Samenvatting

De praktijk van het geleiden van het monetaire beleid via vooraf bekendgemaakte streefcijfers voor de geldaangroei heeft eigenlijk weinig van de verhoopde successen opgeleverd. Recent is de belangstelling ervoor zelfs sterk getoond. In onderhavig artikel wordt geargumenteed dat de beperkte effectiviteit van dit beleidsmodel toe te schrijven is aan grondige wijzigingen die in het transmissiemechanisme van monetaire impulsen naar de reële sfeer zijn opgetreden. Die wijzigingen zijn het gevolg van reacties van de markt op diezelfde fenomenen waarop de autoriteiten met het gebruik van deze strategie wilden reageren alsook op deze nieuwe beleidsvorm zelf. Het pleidooi voor dit beleidsmodel berustte dus op waarnemingen uit een anders functionerend transmissiemechanisme. De toegenomen internationale financiële integratie heeft tijdens de laatste jaren de doelmatigheid van dit beleid nog verder aangetast, waardoor het nu in de meeste landen nog slechts geringe aandacht geniet.

* De auteur dankt collega Ivo Maes, alsook twee referenten van het tijdschrift voor hun suggesties en kritische bedenkingen. Uiteraard is alleen de auteur verantwoordelijk voor de hier verdedigde stellingen.

Economisch en Sociaal Tijdschrift, jaargang 1989, nr. 2, blz. 143

Inleiding

De jaren zeventig staan bol van economische feiten en ontwikkelingen die van aard waren jarenoude structurele tendensen te verstoren of zelfs totaal om te buigen. De monetair-financiële sector deelde zeker niet het minst in dit turbulente gebeuren. Dergelijke periode bezit weliswaar ook voordelen in de zin dat ze aangrijpingspunten biedt om theorieën die in opkomst zijn of reeds zekere tijd in de marge van de theoretische hoofdstroom hun opwachting maken, nu aan de complexe structuren van de reële wereld bloot te stellen. Het in de praktijk brengen van geldgroei-normen ter geleiding van het monetaire beleid kan gelden als een der meest tot de verbeelding sprekende voorbeelden van dit soort ontwikkelingen.

Bij het hanteren van dit beleidsmodel, hierna als *geldgroei-normering* of *geldgroei-beleid* aangeduid (monetary targeting), schakelen de monetaire autoriteiten tussen hun instrumentarium en de finale beleidsdoelstellingen een bepaalde geldhoeveelheidsmaatstaf (M0, M1, ...) in als *intermediaire doelvariabele*. Het doel van dergelijke tussenliggende variabele is de autoriteiten en de marktpartijen meer zicht te verschaffen op het verloop van het effect van monetaire ingrepen, en derwijze ook de verwachtingen t.a.v. de finale beleidsdoelstellingen te beïnvloeden. Concreet wordt er bij de aanvang van elk (werk)jaar een *streefcijfer* voor de ontwikkeling van die tussenliggende variabele vooropgezet. Deze werkwijze impliceert uiteraard dat de overheden zich engageren het streefdoel *daadwerkelijk* na te streven via de instrumenten van monetair beleid.

Deze werkwijze heeft in het grootste deel van de jaren zeventig en een stuk van de jaren tachtig in tal van (grote) geïndustrialiseerde landen het hart van de monetaire beleidsstrategie uitgemaakt. Voor- en nadelen, werkingsprincipes en voorwaarden van succes ervan behoren tot de meest bediscussieerde onderwerpen in de recente literatuur. Thans lijkt deze beleidsvorm zijn aantrekkingskracht te hebben verloren. Merkwaardig-erwijs wordt in de literatuur vrij weinig aandacht besteed aan de oorzaken daarvan. Niet weinige commentatoren stellen het verdwijnen gewoon vast (1) of geven partiële verklaringen waarvan het opdoemen van financiële innovaties een der meest gehoorde is (een inventaris van dergelijke partiële verklaringen vindt men o.a. in Chouraqui et al., 1988, p. 4). Tegen die achtergrond lijkt het wenselijk een meer complete verklaring op te bouwen van de oorzaken van het matige succes van deze strategie van bij de aanvang en van het haast volledige opgeven ervan in meer

(1) Cfr. Hoskins (1985) «The propensity for exchange-rate targeting tends to influence the ability of foreign central banks to achieve their announced monetary targets».

recente jaren. De stelling die ter zake in onderhavige bijdrage uitgewerkt wordt, is dat de wijzigingen die in de economisch-financiële omgeving zijn opgetreden *als reactie op dezelfde veranderingen waarop het monetaire beleid gereageerd heeft door het hanteren van normen*, tegelijk de beperkte effectiviteit van deze laatste hebben veroorzaakt.

We starten met een kort cijfermatig overzicht van de resultaten behaald met dit beleid. Vervolgens wordt ingegaan op de ontstaansgronden, om van daaruit een verklaring op te bouwen.

I. EEN CIJFERMATIGE BALANS

Het min of meer strikt hanteren van het bovenvermelde dubbele criterium van wat een geldgroei-beleid is (het publiek aankondigen en het daadwerkelijk nastreven van het cijfer), laat ons toe het aantal landen dat deze beleidsvorm vrij nauwgezet heeft toegepast tot een zestal te beperken, m.n. de Bondsrepubliek Duitsland, Canada, Frankrijk (alhoewel reeds een randgeval), het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Zwitserland. Het aantal landen dat zich op de een of andere wijze tot deze strategie heeft «beleden» is weliswaar veel groter, doch het tweeledige criterium is in die gevallen zelden vervuld geweest (2).

Grafiek 1 presenteert voor elk der 6 landen voor de periode 1975-1987, de jaarlijks gepubliceerde norm (streefcijfer of -band), de werkelijk gerealiseerde groei van het genormeerde aggregaat in dat jaar en het inflatiepeil. Dit overzicht is georganiseerd rond drie invalshoeken: (i) hoe verhouden norm en realisatie van de geldgroei zich, (ii) idem voor die realisatie versus de finale beleidsdoelstelling, i.c. de inflatie (3) en (iii) wat

(2) Dit is bijvoorbeeld het geval met Japan en Spanje, waar de verbintenis om het streefcijfer *daadwerkelijk* te realiseren nooit manifest aanwezig is geweest. Veeleer zouden we in dat geval willen gewagen van «projecties». Nederland, met de liquiditeitsquote, kan ook bij deze groep geklasseerd worden. Zie Bingham (1985, hfst. 3) voor een overzicht van alle landen die deze strategie aankeefden. Noteer dat uit zijn schema duidelijk blijkt dat de door ons in aanmerking genomen landen, met uitzondering van Zwitserland, alle het predikaat grote en relatief gesloten economie kunnen dragen. Onder die landen die zich nooit tot het geldgroei-beleid hebben «bekeerd», noteren we België, Denemarken en Oostenrijk.

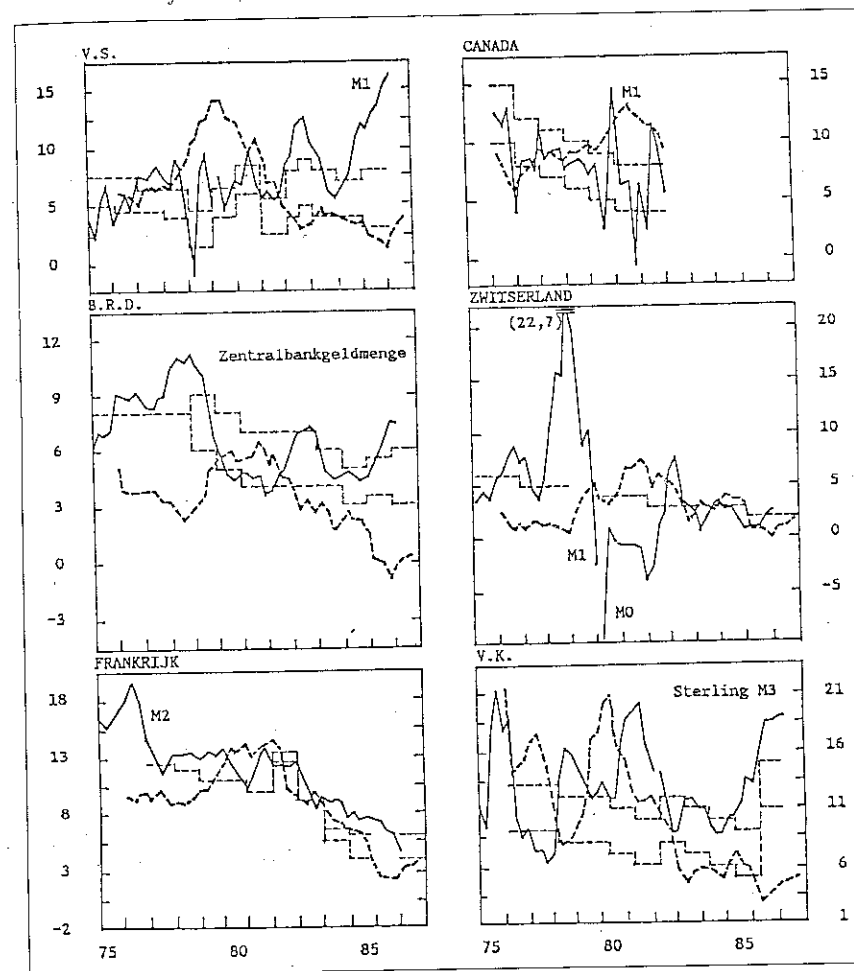
(3) We concentreren ons hierna op de relatie geldhoeveelheid-inflatie connectie, vermits (cfr. infra) de hoogoplopende inflatie bij het begin der jaren zeventig een der centrale motieven was om tot een geldgroei-beleid over te gaan. De analyse zou uiteraard ook voor andere finale beleidsdoelstellingen kunnen gevoerd worden, doch ook in beleidsmiddens zijn dergelijke verbanden nooit erg expliciet vooropgesteld.

is het aankondigingseffect van de norm? Terwijl (i) ons een idee verstrekt over de mate van controle over de geldhoeveelheid (eventueel de wil tot controle), helpt (ii) ons een idee te vormen over de wenselijkheid of de mogelijkheid om via de geldhoeveelheid de inflatie te bedwingen en vertelt (iii) ons of normering – abstractie makend van de mogelijkheid tot controle over de geldhoeveelheid – de gewenste aankondigingseffecten teweeggebracht heeft. Zonder in detail te treden kunnen we de volgende conclusies trekken:

(i) *Norm versus realisatie.* Voorafgaand merken we op dat enkel Zwitserland heeft vastgehouden aan de publicatie van één streefcijfer en dat alle andere landen, hetzij steeds met een streefband hebben gewerkt, hetzij ertoe zijn overgegaan (B.R.D., Frankrijk). M.b.t. deze eerste invalshoek is de score ronduit pover. In meer dan 50 pct. der gevallen werd de norm niet gehaald, met (meestal opwaartse) afwijkingen die soms zijn opgelopen tot 100 pct. van de norm (Zwitserland 1978 is het maximum) en dit zelfs in gevallen waarin de band vrij breed gesteld werd. In termen van dit criterium haalt de B.R.D. de beste score (tussen 1978 en 1985) en presteert ook Zwitserland tegen het einde van de observatieperiode vrij goed, terwijl Canada's start veelbelovend was; de strategie ontspoorde echter vanaf 1980, wat leidde tot het beëindigen ervan in 1982. We zouden uit deze waarnemingen kunnen besluiten dat de mate van controle over de geldhoeveelheid blijkbaar ontoereikend was om de gestelde normen ook daadwerkelijk te realiseren. Men moet evenwel ook de mogelijkheid openlaten dat de autoriteiten in een aantal gevallen de norm vrijwillig hebben (laten) overschrijden, om a.h.w. accomoderend op te treden o.a. tegenover wisselkoersontwikkelingen. In dat geval wordt de vraag o.i. echter verlegd naar (iii), i.e. de waarde van de norm als aankondiger.

(ii) Bekijken we vervolgens de relatie tussen de *gerealiseerde geldgroei en de inflatie*. Op basis van de grafieken kan men hier gewagen van een algemene breuklijn bij het begin der jaren tachtig. Voordien kan men in een aantal landen een relatie tussen beide grootheden ontwaren, alhoewel ze soms erg los is (Zwitserland, V.K., Frankrijk); sinds 1980-81 wordt de relatie echter zeer zwak in de meeste landen. In elk geval lijkt de stabiele band geldhoeveelheid-inflatie verbroken te zijn, hetgeen goede resultaten in termen van inflatiebestrijding via geldgroei-normering ook onwaarschijnlijk maakt. Het permanente of tijdelijke karakter van deze breuk wordt hier nog in het midden gelaten. Bij onze verklaring in punt II komt dit aspect nader ter sprake.

Grafiek 1: Monetaire aggregaten: streefcijfers, realisaties en relatie met de inflatie (1975-1987)



----- Streefcijfer of limieten van de streefzone
 Inflatiepercentage (trimestrieel)
 ————— Gerealiseerde groei van het aggregaat (trimestrieel) (de naam der aangewende aggregaten staat naast de curve)

Bron: Jaarverslagen B.I.S. en eigen berekeningen op basis van O.E.S.O.-gegevens.

(iii) Met de derde invalshoek, *het aankondigingseffect van de norm*, grijpen we een vaak over het hoofd gezien aspect aan. Inderdaad is de vraag gerechtvaardigd in welke mate de norm-zetting de informatie verstrekt aan de marktparticipanten, verhoogd heeft. Onze idee is dat die verhoging – als ze er was – marginaal was: vooreerst waren de normzones vaak zo breed (tot 100 pct. van de benedengrens, cfr. grafiek 1) dat er uit de aankondiging eigenlijk weinig nieuws te halen viel (cfr. B.R.D., V.S. en V.K.). Vaak ook dienden de autoriteiten over te gaan tot het bijstellen, tijdens het jaar, van hun aangekondigd cijfer en tenslotte diende in een aantal gevallen zelfs te worden teruggegrepen naar het herdefiniëren der aggregaten (cfr. de onderbrekingen in de geldhoeveelheidscurves in de V.S., het V.K. en Canada) of naar het aanwenden van meer dan één aggregaat [niet aangeduid op de grafiek, maar gebeurd in de V.S. (4 aggregaten) en het V.K. (id.)], twee elementen die evenmin van aard zijn de bruikbaarheid der informatie te verhogen. Op grond van deze bevindingen is het zeer de vraag of deze normen, waarvan de interpretatie inderdaad vaak alle kanten uit kon, een belangrijke bijdrage hebben geleverd tot het reduceren van de inflatie (bemerkt bijvoorbeeld ook de tegengestelde evolutie van de normzetting en de inflatie in een aantal landen in 1986 en 1987). Ook op dit vlak eindigen we dus met een bedenkelijke score.

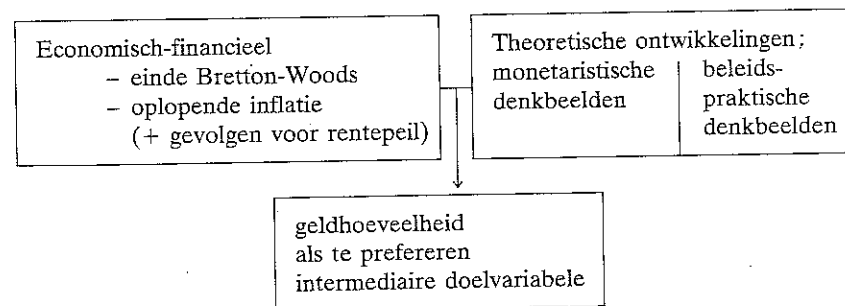
Op basis van deze vlugge analyse van het feitenmateriaal, verzameld in grafiek 1, lijkt de ervaring met geldgroeinormen in het algemeen genomen weinig positief te zijn geweest, vooral in die zin dat de bijdrage ervan tot het indammen van de inflatie vaak moeilijk te identificeren is. Abstractie makend van de waarschijnlijkheid dat in een aantal gevallen de autoriteiten vrijwillig de norm niet gerespecteerd hebben (wat op zich trouwens ook een invraagstelling van het nut van de norm is), kan men uit dit overzicht toch concluderen dat een gevatte controle over de geldhoeveelheid geen sinecure is en dat een aantal relaties tussen de beschouwde grootheden, in het bijzonder het verloop van de geldhoeveelheid en de inflatie, verbroken zijn.

II. EEN VERKLARING VAN DIT FALEN

Bij de opbouw van deze verklaring zullen we achtereenvolgens nagaan op welke elementen de keuze voor het «geleiden» van het monetaire beleid via geldgroeinormen berustte en welke wijzigingen er vervolgens in de economisch-financiële omgeving zijn opgetreden, die de succesvolle uitwerking van deze strategie belemmerd hebben.

A. Uitgangspunt: de keuze voor normering der aggregaten

De keuze voor het gebruik van de geldhoeveelheid als intermediaire beleidsdoelstelling is terug te brengen tot een samenloop van feitelijke en theoretische ontwikkelingen rond de overgang der jaren zestig naar zeventig. Schematisch zag die omgeving er als volgt uit:



- De *economisch-financiële omgeving*. Twee elementen waren hierbij doorlaggevend. Vooreerst noopte het wegvallen van het stelsel van vaste wisselkoersen de autoriteiten tot het opsporen van een nieuw anker voor het beleid. Zo'n anker was nog meer dan voorheen gewenst als middel om de inflatieverwachtingen neerwaarts te beïnvloeden. Het nieuwe anker zou dus niet alleen de monetaire overheden dienstig zijn, doch evenzeer de overige marktpartijen (overheid, ondernemingen, drukkingsgroepen, ...). De geldhoeveelheid was een erg plausibele kandidaat, gegeven de hierna vermelde eigenschappen van die grootheid.
- Tegen diezelfde tijd was ook de *theoretische omgeving* derwijze geëvolueerd dat een convergentie tussen theoretische wenselijkheden en de daarnet geciteerde praktische noden binnen handbereik kwam. Op theoretisch vlak onderscheiden we vooreerst de doorbraak van een aantal *monetaristische denkbbeelden*, die reeds geruimere tijd sluimerden aan de rand van de theoretische hoofdstroom. Het betreft hier de vaste-geldgroei-regel-gedachte, met antecedenten bij Simons en in zijn actuele gedaante gepropageerd door Friedman. In essentie gaat het hierbij om een regel-pleidooi; i.e. een pleidooi voor het zich onthouden van elke discretionaire actie vanwege de (monetaire) autoriteiten, ten einde het economische systeem zo weinig mogelijk te verstoren (4).

(4) De onderliggende argumentatie van Simons en Friedman verschilt enigszins (zo overweegt bij Simons de voorzichtigheid en wijst Friedman meer op elementen als de onbekende lagstructuur van monetaire acties), maar beider basisidee is zeker ook niet gespeend van ideologische overwegingen.

Zeker bij Friedman steunt de connectie met de geldhoeveelheid in niet onbelangrijke mate op empirische waarneming, waarop zo dadelijk teruggekomen wordt. Met de inflatie-explosie won deze gedachte aan aanhang, waardoor het pleidooi voor het gebruik van monetaire aggregaten als tussenliggende beleidsvariabele versterkt werd.

Deze zienswijze werd ook geschraagd door een andere theoretische invalshoek die meer *beleidspraktisch* gericht was. Voortbouwend op pionierswerk van Tinbergen, ontwikkelde zich in de tweede helft der jaren zestig het zgn. «Targets-indicators»-model [sterk gepropageerd door Brunner en Meltzer (1967) en (1969)], waarbij gepleit werd voor het aanwenden van intermediaire targets en/of indicatoren in het (monetaire) beleid, teneinde de *impact* van dit beleid nauwgezet te kunnen volgen. Binnen deze «school» is er vrij snel een zekere strekking gekomen die dit model wilde aanwenden met het oog op het voeren van een discretionair beleid in tegenstelling tot een beleid beheerst door regels [zie hiervoor o.a. B. Friedman (1975)]. Mede omwille van dit meer pragmatische karakter – waardoor de aanhang ook over de theoretische scholen liep – mag de invloed van deze denkrichting op het beleid zeker niet onderschat worden. Tenslotte, op de wip tussen deze targets-indicators-invalshoek en het monetarisme situeren we ook nog de erg invloedrijke studie van Poole (1970), waarin aan de hand van een IS-LM-model gesteld wordt dat de geldhoeveelheid als beleidsvariabele te verkiezen is boven de rentevoet in een wereld waarin de reële schokken de monetaire overschaduwden ⁽⁵⁾.

Wat nu heel belangrijk is, is dat al deze theoretische overwegingen geschraagd werden door een massa empirische waarnemingen, die de geldhoeveelheid quasi unaniem naar voren schoven als de te prefereren variabele voor de nieuwe ankerfunctie. Zo was er vooreerst de evidentie van een erg stabiele geldvraagfunctie [cfr. Brunner & Meltzer (1963), Meltzer (1963) en Friedman & Schwartz (1970)]; vervolgens was er de welbekende Friedman-Meiselman-studie (1963) over de relatieve stabiliteit van de omloopsnelheid en de fiscale multiplier (in feite de empirische voorloper van Poole's theoretische analyse) en er was, ten derde, een stroom literatuur rond het target-indicator-vraagstuk waarbij voor diverse landen en op basis van diverse criteria bleek dat in de gegeven omstandigheden de geldhoeveelheid de te verkiezen beleidsvariabele was, boven de rentevoeten ⁽⁶⁾.

(5) Poole spreekt op geen enkele plaats over targets of indicators, maar over beleidsvariabelen. Terecht of niet, werd zijn artikel steeds geïnterpreteerd als een pleidooi voor het gebruik van monetaire aggregaten als intermediaire beleidsvariabelen.

(6) Als voornaamste bijdragen vermelden we Hamburger (1970), Keran (1970), Zecher (1970), Tanner (1972) en Pepper & Wood (1976).

Derhalve zien we hier de bovengenoemde convergentie tot stand komen. De monetaire overheden, met de B.R.D. op kop (1974), geraakten overtuigd van het nut om monetaire aggregaten als (publiek gemaakte) geleidingsvariabelen in het beleid aan te wenden.

Twee opmerkingen sluiten dit deel af. Dit hele gebeuren is ook in die zin belangrijk, dat met deze doorbraak het monetaire beleid definitief uit zijn puur technische sfeer werd gehaald (die zijn hoogtepunt kende onder de gouden standaard) en een *normatieve inhoud* meekrijgt, in die zin dat de autoriteiten het richtsnoer nu zelf te bepalen hebben en in handen houden. Vervolgens lijkt het ons overtrokken het geldgroeibeleid *zoals het gevoerd is*, als monetarisme af te doen. Eerder is het er een vrij pragmatische versie van, waarbij m.n. wel de idee van het aankondigingseffect rechtstreeks bij de monetaristen geleend werd, maar waarbij de toepassing erg pragmatisch was en vaak gebaseerd op beproefde recepten qua instrumentarium-aanwending ⁽⁷⁾.

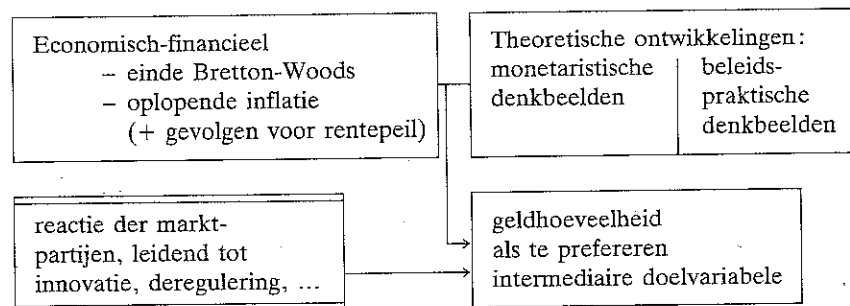
Thans komen we tot de verklaring van het beperkte succes van deze strategie. De kiemen ervan zijn even oud als de toepassing van het geldgroeibeleid zelf, maar vermits naderhand ook nog andere factoren een rol zijn gaan spelen, verdelen we de onderzochte periode in twee fasen (1974-79 en 1979-heden). De eerste zal evenwel de meeste aandacht krijgen omdat toen de ondermijning van dit model echt vorm heeft gekregen.

B. Wijzigingen in de onderliggende mechanismen: fase 1 (1974-79)

Van bij de aanvang bestond de strategie van de meeste autoriteiten erin de normen stelselmatig naar beneden te brengen (cfr. grafiek 1), teneinde daardoor ook de inflatie(verwachtingen) stapsgewijs neerwaarts te brengen. Zoals uit grafiek 1 blijkt, lukte dit maar ten dele. Vermits men moeilijk kan aannemen dat de autoriteiten in die jaren de norm losjes interpreteerden, is er dus reden om aan te nemen dat er, hetzij met de controle over de geldhoeveelheid, hetzij met de relatie tussen geldhoeveelheid en finale beleidsvariabelen, hetzij met beide iets fout liep.

(7) In deze context is ook het onderscheid te vermelden tussen de aanpak in de meeste Angelsaksische landen (V.S., V.K.), waarbij de geldhoeveelheid op korte termijn binnen de streefzone werd gehouden via aanpassingen in het instrumentarium, en landen als de B.R.D. en Zwitserland, die eerder de middellange termijn viseerden en dus niet steeds dadelijk reageerden bij afwijkingen van de geplande groei.

Cruciaal ter verklaring van het gebrek aan succes in deze eerste periode is de vaststelling dat ook de overige marktpartijen (financiële instellingen, bedrijven en particulieren) *fundamenteel* hebben gereageerd op diezelfde wijzigingen in de economisch-financiële omgeving, die de autoriteiten hadden aangezet tot het hanteren van geldgroeinormen. Bijgaand schema is bijgevolg een vervolledigde versie van het daarnet gepresenteerd schema:



De voorheen geschetste wijzigingen in het economisch-financiële kader bleken uiteindelijk als directe aanleiding te fungeren om een aantal imperfecties in de werking van de financiële markten uit te buiten en derwijze het complexe interactieschema innovaties-deregulering in een opmerkelijke stroomversnelling te brengen. Deze veelzijdige beweging wordt thans vaak aangeduid als het «marketisation»-proces in de financiële sector: een versnelde doorbraak van marktgeïmplementeerde processen in de werking van de financiële markten (8).

Nu is het ook ditzelfde proces dat het overbrengings- of transmissiemechanisme van impulsen uit de monetaire sfeer naar de reële sfeer grondig gewijzigd heeft. De economische theorie vertelt ons dat deze overbrenging via een aantal kanalen kan verlopen, zoals de rentevoeten, vermogens-effecten, de wisselkoers, de kredietbeschikbaarheid en de verwach-

(8) Onder het «marketisation»-proces verstaat men doorgaans twee ontwikkelingen: (a) een groei van het aandeel financiële transacties dat door financiële instellingen tegen marktvoorwaarden wordt uitgevoerd en (b) een groei van het aandeel financiële operaties dat rechtstreeks op «markten» plaatsvindt en dus buiten de traditionele bemiddeling der financiële instellingen valt (desintermediatie).

tingen (9). Welke van deze kanalen op een gegeven plaats en ogenblik effectief de transmissie verzorgen hangt af van de sociaal-economische en institutionele context, zoals hierna zal geïllustreerd worden. Daaruit volgt als een evidentie dat de hiërarchie tussen de genoemde kanalen niet blijvend is.

Alhoewel onderzoek ter zake niet steeds tot eensluidende resultaten is gekomen, kan men op basis van een aantal belangrijke studies (10) toch concluderen dat het rente- en vooral het beschikbaarheidskanaal tijdens de eerste naoorlogse decennia in de meeste westerse economieën de transmissie hebben gedomineerd. In het algemeen kan men over die periode stellen dat, gegeven een zekere rigiditeit in het verloop der rentevoeten, de financiële instellingen – althans op korte termijn – eerder de verhandelde volumes aanpasten dan hun prijzen: beschikbare kredietvolumes bepaalden grotendeels de doorstroming van monetaire impulsen naar de reële sfeer.

Het geciteerde «marketisation»-proces heeft echter de zoëven beschreven hiërarchie stilaan grondig gewijzigd: vele tekenen wijzen erop dat andere kanalen een rol zijn gaan spelen en dat in ieder geval de impact van beschikbaarheidseffecten is afgenomen. Vooreerst is er de fel gestegen invloed van de rentevoeten die thans veel meer dan voorheen marktbepaald en dus flexibel zijn. Ook de wisselkoers en de verwachtingen zijn meer op de voorgrond gaan treden dan twee à drie decennia terug. De afname van het belang van de kredietbeschikbaarheid op zich, houdt ook verband met een drietal ontwikkelingen. Primo zijn de monetaire autoriteiten sinds de jaren zeventig minder en minder een beroep gaan doen op directe instrumenten zoals kwantitatieve kredietbeperkingen, een instrument dat ongetwijfeld leidde tot de creatie van beschikbaarheidseffecten. Secundo grijpen ook de financiële instellingen minder terug naar

(9) Zie Quintyn (1986, hfst. 1) voor een gedetailleerde beschrijving van de diverse kanalen. Een recente, uitgebreide studie over dit onderwerp is Van Gool (1987).

Via de *rentevoeten* leidt een monetaire impuls tot portfolio-aanpassingen, tot een veranderende investeringsneiging en derwijze tot veranderingen in de reële sfeer van de economie. Het *vermogens-effect* vertaalt monetaire impulsen in kapitaalwinsten of verliezen, die een uitwerking kunnen hebben op de consumptie. *Wisselkoersen* als overbrengingskanaal zorgen voor relatieve kostenwijzigingen zowel op financiële als op goederenmarkten. De *beschikbaarheid* als kanaal manifesteert zich wanneer de financiële instellingen ontleners ontmoedigen door andere dan prijsvoorwaarden, door m.a.w. de beschikbare kredithoeveelheid te beperken. Dit kan ook in de hand gewerkt worden door ingrepen van overheidswege (kwantitatieve kredietbeperkingen bijvoorbeeld).

(10) Cfr. Fisher & Sheppard (1972) en Wójnilower (1980) voor de V.S., Savage (1978) voor het V.K., O.E.S.O. (1975) voor een aantal grote landen en Bingham (1985) voor een ander algemeen overzicht.

kredietrantsoenering, o.m. dank zij het toegenomen gebruik van diverse risico-verdelende technieken bij financiële transacties⁽¹¹⁾ en de opkomst van secundaire markten voor het mobiliseren van bepaalde krediettypes. Tenslotte laat ook groeiende desintermediatie de effecten van rantsoenering verminderen. Kredietrantsoenering, als oorzaak van het opdoemen van beschikbaarheidseffecten, verliest dus aan belang.

Hoewel deze wijzigingen in het overbrengingsmechanisme nog niet ten volle gekwantificeerd zijn, groeit er toch een zekere consensus omtrent de kwalitatieve aard van de omwenteling⁽¹²⁾.

Zowel het in gebreke blijven van de *controle* over de aggregaten, als het achterblijven van duidelijke *effecten* van de geldhoeveelheidsbewegingen op de finale variabelen, ligt dan ook ingebed in deze wijzigingen in het transmissieschema. Van specifiek nieuw opkomende controleproblemen⁽¹³⁾ kan voornamelijk gesteld worden dat ze verband houden met (a) de noodzakelijke overgang van directe naar indirecte monetaire instrumenten ten gevolge van de genoemde «marketisation». Indirecte instrumenten bemoeilijken accurate controle; (b) het opdoemen van een zekere vaagheid omtrent de omschrijving van de te controleren aggregaten als gevolg van diverse financiële innovaties. Zoals eerder vermeld, zijn diverse landen hierdoor genoodzaakt geweest hun aggregaat te herdefiniëren of een of meer andere aggregaten als target te hanteren.

Nog meer in het oog springend dan deze controleproblemen is de wegebende stabiliteit in de relatie tussen de geldhoeveelheid en de meest geïndiceerde finale doelstellingen van het beleid (inflatie en/of nominaal inkomen) ten gevolge van deze fundamentele wijzigingen. De massa-evidentie aangaande geldvraagbreuken en -instabiliteiten en gelijkaardige bevindingen m.b.t. trendbreuken in de inkomensomloopsnelheid der aggregaten getuigt ten volle van dit instabiliteits- en onvoorspelbaarheidsprobleem dat de grond van de hier besproken beleidsstrategie aantast.

Op dit punt van onze gedachtengang gekomen, lijkt het nuttig een kleine uitweiding te maken naar de eerder behandelde theoretisch-empirische gronden waarop het geldgroei-beleid gebaseerd is. Eerder merkten we op

(11) De nieuwe technieken zoals o.m. het werken met variabele rentevoeten, werken in de hand dat financiële instellingen minder snel overgaan tot het doseren van hun kredieten (in periodes van krap geld) juist omdat ze het renterisico beter kunnen delen met de kredietopnemer.

(12) Als een der eersten toonden Akhtar & Dennis (1983) aan dat in een groot aantal westerse landen de rente-elasticiteit van de finale vraag sinds 1976-77 een toename vertoont.

(13) In Quintyn (1986, hfst. 3) wordt via een klein theoretisch model het controleprobleem in het algemeen en in het hier besproken gewijzigde kader toegelicht.

dat de acceptatie in beleidsmiddelen van dit soort beleid in de hand is gewerkt door de overtuigende empirische evidentie dat de geldhoeveelheid de betere intermediaire doelvariabele was, vooral terwille van de stabiele relaties die deze variabele bonden aan de finale beleidsdoelstellingen. Thans kan men stellen dat die waargenomen stabiliteit is voortgesproten uit twee feiten: ten eerste leidde de overwegende aanwezigheid van het beschikbaarheidskanaal in de transmissie haast vanzelfsprekend tot de vaststelling dat *volume-grootheden* zich het best gedragen in het soort onderzoek dat hier gevoerd werd. Vanop afstand kan men thans dus stellen dat het geloof in het geldgroei-beleid gebaseerd was op empirische vaststellingen opgetekend in een anders werkend transmissiemechanisme. Van deze verkeerde inschatting kan men zich uiteraard echter pas na verloop van enkele jaren rekenschap geven. Zoals in de inleiding is vermeld, gebeurde dit evenwel langzaam. Merkwaardiger is echter de vaststelling dat beleidsvoorschriften die vooral afkomstig zijn van monetaristen, door hen gepropageerd zijn *op basis van empirische bevindingen, afkomstig uit een economische wereld die helemaal niet volgens de monetaristische principes en modellen functioneert* (welke o.m. prijsflexibiliteit, ook in de financiële sector, veronderstellen). Deze vaststelling geldt niet enkel het propageren van deze pragmatische aanpak, ze geldt ook t.a.v. «hardere» monetaristische voorstellen zoals de vaste geldgroei-regel. De inspiratie daarvoor is immers geput uit dezelfde empirische bevindingen.

Er is echter niet alleen de aanwezigheid van het beschikbaarheidskanaal als bron van de vastgestelde stabiele relaties vóór de jaren '70, er is ook nog een ander, meer technisch en tot voor kort vaak vergeten aspect in deze discussie. Poole (1987) heeft er m.n. op gewezen dat in de eerste naoorlogse decennia alle variabelen die betrokken zijn bij dit research-thema, gekenmerkt werden door een sterke opwaartse trend, wat impliceert dat de weergevonden stabiliteit in geldvraag- en omloopsnelheidsfuncties – die toen haast uitsluitend opgebouwd waren uit niveau-variabelen – in vele gevallen te sterk geaccentueerd werd, waardoor er te verre-gaande beleidsconclusies uit getrokken zijn.

De overwegende aanwezigheid van zowel beschikbaarheidseffecten als sterk opwaartse trends tijdens de periode voorafgaand aan diegene waarin men wilde ageren, heeft bijgevolg de acceptatie in de hand gewerkt van een beleidsmodel dat echter vrij snel achterhaald is geworden, omwille van de belangrijke veranderingen opgetreden in het onderliggende model.

Deze «extrapolatie-fout» wordt ook blootgelegd door de zogenaamde «Legal Restrictions Theory of Money» [zie o.a. Fama (1980), Hall (1982) en Wallace (1983)]. Die theorie stelt o.a. dat de in een zekere periode

waargenomen wetmatigheden tussen economische variabelen zoals bijvoorbeeld geldhoeveelheid en nationaal inkomen terug te voeren zijn tot reguleringen (van alle aard) die op dat ogenblik van kracht zijn. Het wijzigen of opheffen van die reguleringen impliceert derhalve het verdwijnen van bepaalde wetmatigheden of stabiele relaties. Concreet gesteld: het gehele wettelijke en institutionele kader dat aanleiding heeft gegeven tot de overwegende rol van beschikbaarheidseffecten heeft zekere wetmatigheden in het leven geroepen die verdwijnen eens dat kader grondig gaat wijzigen, hetgeen per definitie heeft plaatsgegrepen bij de dereguleringsbeweging van het voorbije anderhalve decennium.

Een bijkomende verklaring voor het achterwege blijven van echt voldoende resultaten vindt men tenslotte bij de zogenaamde Wet van Goodhart. Deze wetmatigheid stelt dat, eens men de stabiliteit van een relatie tussen variabelen heeft ontdekt, en men ze wil benutten voor beleidsdoeleinden, die stabiliteit afneemt, c.q. verdwijnt⁽¹⁴⁾. Deze «wet» voegt aan de door ons gevolgde redenering dus één element toe, namelijk dat de economische agenten niet enkel hebben gereageerd op de wijzigingen in de economisch-financiële omgeving, maar evenzeer op de wijzigingen in de beleidsvoering zelf. Goodharts Wet benadrukt in feite de inherente aard van het opdoemen van problemen bij dit soort beleidsvoering. Een der eerste auteurs die deze wetmatigheid empirisch heeft getest, P. Evans (1985), stelde vast dat m.n. in de V.S. het nastreven van grotere controle over de geldhoeveelheid, de relatie tussen deze grootte en het nominale inkomen inderdaad heeft losgewerkt. Voor andere landen is er ter zake weliswaar nog geen onderzoek verricht.

Al deze factoren samen hebben er dus in de eerste jaren toe geleid dat de inspanningen der autoriteiten om via het afremmen van de geldgroei de inflatie onder controle te krijgen niet erg beloond werden. Reeds op basis van deze ervaring alleen, haakte o.m. Canada van de «targeting-club» af, terwijl de belangstelling van diegenen die slechts een zekere lippendienst aan dit beleidsmodel bewezen, begon te verminderen.

(14) Deze wetmatige 3 is op haar beurt nauw verwant met het zogenaamde LUCAS-effect, dat stelt dat bij een beleidswijziging het gedrag van de economische subjecten als reactie hierop zal wijzigen, zodat de aangewende statistische relatie van geen nut meer is voor het beleid.

C. Verdere wijzigingen in de omgeving: fase 2 (1979-1986/87)

De scheidingslijn tussen beide fasen is o.a. getrokken omdat bij de aanvang der jaren '80 bepaalde nieuwe fenomenen op de monetair-financiële scène verschenen. Zo nam de *rentevolatiliteit* enorm toe. Deze sproot in niet geringe mate voort uit de groeiende onevenwichtige mix tussen het monetaire en het budgettaire beleid in de V.S. Mede omwille van een andere opdoemende karakteristiek van die fase, m.n. de stroomversneling in de internationale financiële integratie, die o.m. werd gedragen door een geïntensiveerd gebruik van de informatietechnologie, staan we voor een periode waarin de financiële markten alerter dan voorheen gingen reageren op veranderingen in renteversillen en wisselkoersverwachtingen.

Terwijl de innovatie-dereguleringsgolf – die in de genoemde rentevariabiliteit en de technologische vernieuwingen een nieuwe voedingsbodem aantrof – de herschikking van de transmissiemechanismen mede bleef beïnvloeden, werd dit laatste proces ook vanuit de hoek van de financiële integratie aangevuld. In het bijzonder is de wisselkoers een nog belangrijker rol gaan spelen in de (internationale) transmissie van monetaire impulsen.

Het feit dat in die context omvangrijke internationale kapitaalbewegingen van tijd tot tijd – meer dan voorheen – druk gingen uitoefenen op de wisselkoersen, noopte alle landen, zelfs de grootste, ertoe de koersevolutie van hun munt met meer aandacht dan voorheen te volgen. Men kan stellen dat, althans op financieel vlak, het predikaat «gesloten economie» totaal voorbijgestreefd geraakte.

Na 1979-80 wordt de transmissie dus nog meer dan voorheen beheerst door prijskanalen (rente en wisselkoers), waarbij we ook zien dat er in de geleidingsvariabelen een switch komt van *volume-* naar *prijsgrootheden* (in dit geval van monetaire aggregaten naar wisselkoersdoelstellingen). In de praktijk heeft men dan ook vastgesteld dat in een aantal landen bij het begin van de jaren '80 de aggregaten nog verder werden aangewend als begeleidingsvariabelen, doch dat hun ontwikkeling meer en meer ondergeschikt werd gemaakt aan wisselkoersprioriteiten. Het niet bereiken van het streefcijfer werd niet (meer) geïnterpreteerd als een falen van het beleid. In een volgende fase (vooral sinds 1985) lieten sommige landen expliciet de geldgroei-doelstelling varen, terwijl andere wel nog groeicijfers publiceerden, doch de meeste onder hen stelden er uitdrukkelijk bij dat het nastreven ervan zou geschieden in functie van wisselkoersdoelstellingen. Thans speelt enkel nog in de B.R.D. de aan-

kondiging van monetaire groeivoeten een prioritaire rol, alhoewel op bepaalde tijdstippen de evolutie van de DEM-wisselkoers op gelijke hoogte geplaatst wordt.

T.a.v. deze wegwijnende interesse wordt er wel eens gesteld dat die belangstelling er ook niet meer nodig is omwille van de erg lage inflatie sinds het midden der jaren '80, waardoor andere prioriteiten op het voorplan *kunnen* treden. De waarheid is o.i. enigszins anders, in die zin dat meer en meer waarnemers er van overtuigd zijn dat de relatie tussen geldgroei en inflatie onduidelijk is geworden, en dat de opvallende inflatievertraging in de recentste jaren veeleer moet worden toegeschreven aan niet-monetaire factoren, zoals de hoge reële rentevoeten en de olieprijsreductie, een verklaring die terdege onderbouwd wordt in Poole (1987). Vooralsnog bieden geldgroei cijfers weinig houvast m.b.t. toekomstige inflatieontwikkelingen. Dit te erkennen houdt weliswaar geen negatie in van het bestaan van zekere fundamentele relaties tussen geldgroei en inflatie; deze ontwikkeling is veeleer een bewijs van het feit dat we ons sinds de jaren zeventig in een fase bevinden waarin alle of vele relaties gekenmerkt worden door verschuivingen ⁽¹⁵⁾.

Die toestand wordt trouwens vrij goed vertaald in het actuele gedrag van de meeste monetaire autoriteiten die, na het verminderen van hun aandacht voor geldgroei normen, zich *niet* opnieuw hebben gebonden aan één enkele variabele, maar naast hun wisselkoersprioriteit ook oog hebben voor de andere variabelen zoals rentepeil of geldhoeveelheid en zich evenmin nog binden aan al te rigide streefcijfers voor om het even welke variabele.

(15) We verwijzen hierbij naar een interessante studie van Palash & Radecki (1985), waarin wordt aangetoond dat sinds de jaren zeventig de monetaire aggregaten inderdaad hun karakter van leidende indicator hebben verloren, maar dat er even grote problemen zijn met andere variabelen zoals kredietaggregaten of rentevoeten.

Besluit

Geldgroei normering heeft voor ongeveer anderhalf decennium de dienst uitgemaakt bij de monetaire beleidsvoering van een groot aantal westerse industrielanden. Bij sommige landen gebeurde dit op een erg pragmatische wijze en gericht op een middellange tijdshorizon (B.R.D., Zwitserland), terwijl het bij andere met een soms overbodige aandacht geschiedde, zoals bleek uit de vrijdage «FED-watching» in de V.S. De meeste landen hebben ongeveer wel gemeen dat de bijdrage van dit soort beleid tot het bereiken van vooropgestelde beleidsdoelstellingen op zijn minst onduidelijk is gebleven. Voor sommige landen is dit opvallend, bij andere iets minder. Zo zou het succesrijke in bedwang houden van de B.R.D.-inflatie op rekening van deze strategie kunnen geschreven worden. Gegeven de in punt I opgetekende prestaties, zou nochtans met evenveel recht kunnen gesteld worden dat in de typisch Duitse context (gevormd door o.a. een grote onafhankelijkheid van de Bundesbank en een hoge geloofwaardigheid van haar beleid), de inflatie evengoed zou zijn bedwongen zonder de tussenschakeling van de geldgroei norm ⁽¹⁶⁾.

In voorliggend artikel werd de vraag aangesneden waarom de resultaten beoogd via deze beleidsstrategie grosso modo achterwege gebleven zijn, waarom m.a.w. een strategie die, op basis van empirische vaststellingen, geschikt leek om de opdoemende problemen succesrijk te bekampen, in dat opziet niet geslaagd is.

Geargumenteerd werd dat in eerste instantie de markt, gelijktijdig met, maar onafhankelijk van de respons der monetaire autoriteiten, vooral heel sterk heeft gereageerd op de heersende problemen en derwijze de structuur van het transmissiemechanisme zodanig gewijzigd heeft dat geldgroei normering niet meer effectief kon zijn. Immers, de empirische ondersteuning van deze strategie was ontleend aan de toestand onder een anders werkend transmissiemechanisme. In dit kader ook hebben we gewezen op de merkwaardigheid dat monetaristische voorschriften in feite zijn ontleend aan een wereld die niet volgens de theorie van die school functioneerde. Een ander element betreft het opdoemen van problemen waarvan men kan stellen dat ze inherent zijn aan het hanteren van dit soort beleid en die kunnen aangeduid worden als het «spelen van de Wet van Goodhart».

(16) Deze stelling wordt o.m. ook verdedigd in Willms & Karsten (1985) zoals deze uitspraak aangeeft: «Despite the fact that monetary target ranges have been achieved it is doubtful whether they increase the credibility of monetary policy» (p. 163).

De verder wijzigende omgeving rond de decenniumwisseling, met in zijn spoor de vraag naar nieuwe beleidsprioriteiten, heeft dan geleidelijk aan het schenken van minder aandacht aan geldgroeinormering door heel wat autoriteiten vergemakkelijkt, gegeven het zopas vermelde uitblijven van opvallend succes in de eerste jaren van het experiment.

Veralgemeend kan tenslotte gesteld worden dat, gezien de aard van de beschreven interacties, de conclusies uit de voorgaande analyse evenzeer van toepassing zouden zijn op andere, vaak monetaristisch getinte varianten van dit soort beleid, zoals bijvoorbeeld de vaste-geldgroeieregels.

Geraadpleegde werken

- AKHTAR, M. & DENNIS, G. (1983), *Interest Rates and Economic Activity, Appendix*, p. 52-56 in *Financial Innovations and Their Implications for Monetary Policy: an International Perspective*, *BIS Economic Papers*, nr. 9, December, 64 pp.
- BINGHAM, T. (1985), *Banking and Monetary Policy*, OECD, Parijs, 254 pp.
- BRUNNER, K. & MELTZER, A. (1963), Predicting Velocity: Implications for Theory And Policy, *Journal of Finance*, Vol. 18, nr. 2, May, p. 319-354.
- BRUNNER, K. & MELTZER, A. (1967), The Meaning of Monetary Indicators, p. 187-217 in Horwich G., (ed.), *Monetary Process and Monetary Policy: A Symposium*, Irwin, Illinois, 388 pp.
- BRUNNER, K. & MELTZER, A. (1969), The Nature of the Policy Problem, p. 1-26 in Brunner K. (ed.), *Targets and Indicators of Monetary Policy*, Chandler Publ. C., San Francisco, 355 pp.
- CHOURAQUI, J.C., DRISCOLL, M. & STRAUSS-KAHN, M.O., (1988), The Effects of Monetary Policy on the Real Sector: an Overview of Empirical Evidence for Selected OECD Economies, *OECD Working papers*, nr. 51, 144 pp.
- EVANS, P. (1985); Money, Output and Goodhart's Law: The U.S. Experience, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 67, nr. 1, February, p. 1-8.
- FAMA, E. (1980), Banking in the Theory of Finance, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 6, nr. 1, January, p. 39-57.
- FISHER, G. & SHEPPARD (1972), Effects of Monetary Policy on the United States Economy. A Survey of Econometric Evidence, *OECD, Occasional Studies*, December, 128 pp.

FRIEDMAN, B. (1975). Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 1, p. 443-473.

FRIEDMAN, M. & MEISELMAN, D. (1963), The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier In The U.S. 1897-1958, p. 165-268 in Brown E. (ed.), *Stabilization Policies. Commission on Money and Credit*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 558 pp.

HALL, R. (1982). Monetary Trends in the U.S. and the U.K.: A Review from the Perspective of New Developments in Monetary Economics, *Journal of Economic Literature*, Vol. 20, December, p. 1662-1556.

HAMBURGER, M. (1970), Indicators of Monetary Policy: The Arguments and the Evidence, *American Economic Review*, Vol. 60, nr. 2, May p. 32-39.

HOSKINS, L. (1985), Foreign Experiences with Monetary Targeting: a Practitioner's Perspective, *Contemporary Policy Issues*, Vol. 3, nr. 5, p. 71-83.

KERAN, M. (1970) Selecting a Monetary Indicator - Evidence from the U.S. and Other Developed Countries, *Review, Federal Reserve Bank of St. Louis*, Vol. 52, nr. 9, September, p. 8-19.

MELTZER, A. (1963). The Demand for Money: The Evidence from the Time Series, *Journal of Political Economy*, vol. 71, June, p. 219-246.

OESO (1975), *The Role of Monetary Policy in Demand Management: The Experience of Six Major Countries*, OECD, Monetary Studies Series, Parijs, 149 pp.

PALASH, C. & RADECKI, L. (1985). Using Monetary and Financial Variables to Predict Cyclical Downturns, *Quarterly Review, Federal Reserve Bank of New York*, Vol. 10, nr. 2, Summer, p. 36-45.

PEPPER, G. & WOOD, G. (1976), «Keynesian» and «Monetarist» Indicators of the U.K. Economy, p. 182-198 in Allingham, M. & Burnstein, M. (ed). *Resource Allocation and Economic Policy*, Macmillan, Londen, 251 pp.

POOLE, W. (1970), Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model, *the Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, nr. 2, May, p. 197-216.

POOLE, W. (1987), Monetary Policy Lessons of Recent Inflation and Disinflation, *NBER Working Paper*, nr. 2300, 45 pp.

QUINTYN, M. (1986), *De uitvoerbaarheid van een geldgroei-beleid. Algemeen theoretische analyse en toepassing op de Belgische economie*, doctoraal profefschrift, Gent, 506 pp.

SAVAGE, D. (1978), The Channels of Monetary Influence: A Survey of the Empirical Evidence, *National Institute Economic Review*, nr. 83, February, p. 73-89.

TANNER, J. (1972), Indicators of Monetary Policy: An Evaluation of Five, *Banca Nazionale del Lavoro*, nr. 107, December, p. 413-427.

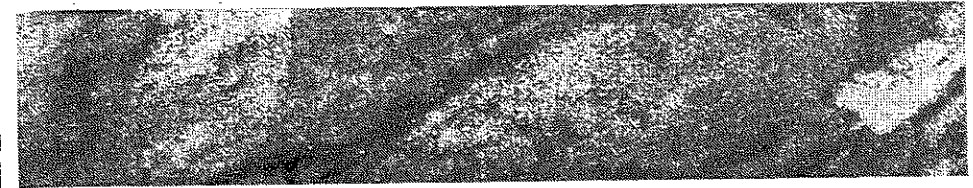
VAN GOOL, P. (1987). *Monetaire Transmissie, een geschiedenis*, VU Uitgeverij, Amsterdam. 290 pp.

WALLACE, N. (1983). A Legal Restrictions Theory of the Demand for «Money» and the Role of Monetary Policy, *Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis*, Winter, p. 1-7.

WILLMS, M. & KARSTEN, I. (1985). Government Policies Towards Inflation and Unemployment in West Germany, p. 153-180 in Argy, V. & Neville, J. (eds), *Inflation and Unemployment. Theory, Experience and Policy-Making*, Allen & Unwin, Londen, 390 pp.

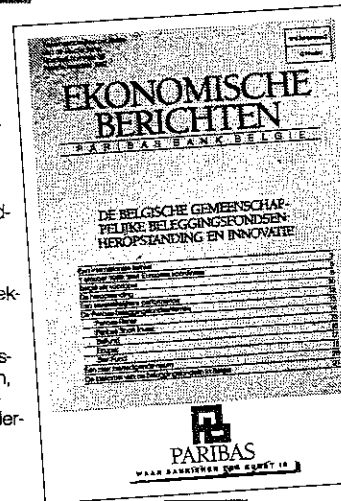
WOJNILOWER, A. (1980). The Central role of Credit Crunches in Recent Financial History. *Brookings Papers on Economic Activity*, nr. 2, p. 277-326.

ZECHER, R. (1970). Implications of Four Econometric Models for the Indicator Issue, *American Economic Review*, Vol. 60, May, p. 47-54.



EKONOMISCHE BERICHTEN

De "Economische Berichten" van de Paribas Bank België bieden informatie uit de eerste hand. Nieuws van algemeen economische en financiële aard. Maar ook marktten-
denzen, achtergrond-
informatie, beurs- en
bedrijfsanalyses,
dokumentatie en
indexen. Steeds objek-
tief, aktueel en daar-
door van essentiële
waarde. Voor bedrijfs-
leiders, zelfstandigen,
kaderleden, bedien-
den, studenten, onder-
wijsinstellingen...



Een proefnummer zal u beslist overtuigen. Vraag het vandaag nog in een Paribas-kantoor of richt u tot de Paribas-studiedienst:
Paribas Bank België
W.T.C. Toren van Parijs
en de Nederlanden
Emile Jacomainlaan 162
bus 2 - 1210 Brussel
Tel: 02/219.30.10
toestel 2555


PARIBAS

WAAR BANKIEREN EEN KUNST IS