



# Bankverslag in monetair perspectief

DRS. R. KONING\*

## Monetair beleid

In de meeste besprekingen van het onlangs verschenen jaarverslag van De Nederlandsche Bank (DNB) over 1979 wordt met name aandacht besteed aan de implicaties voor de algemene economische ontwikkeling. In aanvulling hierop wordt in onderstaand artikel het accent gelegd op de informatie die het jaarverslag met betrekking tot meer typisch monetaire fenomenen bevat.

In het verslag van de president wordt de monetaire beleidskeuze van DNB aangeduid als een gematigd monetaristische koers. Binnen de monetaire analyse welke de Bank na de oorlog heeft gehanteerd neemt de liquiditeitsquote, de liquiditeitsmassa uitgedrukt als percentage van het nationaal inkomen, een centrale plaats in. Deze grootte geeft een indicatie van een eventueel aanwezige overliquiditeit als potentiële bron van (bestedings-)inflatie. Met de monetaristische geldtheorie heeft DNB zodoende als centraal beleidsinstrument de liquiditeitsmassa gemeen. Gematigd noemt dr. Zijlstra het DNB-monetarisme omdat „... niet ervan wordt uitgegaan dat met dit monetaire beleid alleen de volkshuishouding op adequate wijze kan worden bestuurd”. Binnen het sociaal-economisch beleid ligt de nadruk op het overheidsbeleid (budgettair, loonen prijsbeleid enz.); het monetaire beleid van DNB scheidt daarbij voornamelijk het klimaat (t.a.v. de liquiditeitsverhoudingen) waarbinnen het economische instrumentarium optimaal kan functioneren.

Sinds 1977 hanteert DNB een expliciete middellange-termijndoelstelling voor de liquiditeitsquote. Deze doelstelling behelst een daling van de quote met 4 procentpunten t.o.v. het niveau van 1976 van 37,8%. Ultimo 1979 was de quote 36,6%, 0,2% lager dan ultimo 1978 en (gecorrigeerd voor reeksbreuken) 0,9% lager t.o.v. het uitgangspunt in 1976. Voor 1979 was door DNB oorspronkelijk uitgegaan van een gelijkblijven van de liquiditeitsquote, hetgeen tegen de achtergrond van de middellange-termijndoelstelling zeker „een niet zeer restrictieve opzet” was. Van de f. 8,5 mrd. toegestane liquiditeitscreatie, wel-

ke correspondeert met een gelijkblijvende quote, was f. 5,5 mrd. toegevoegd aan het geldscheppende bankwezen. Voor de overheid was een monetaire financiering van f. 3 mrd. ingecalculeerd, terwijl de liquiditeitstoe- of afvloeiing in het verkeer met het buitenland op nul was gesteld.

Van de drie genoemde bronnen van geldschepping: bankwezen, overheid en buitenland, vallen de laatste twee in principe buiten het te beïnvloeden werkgebied van DNB. De geschatte bedragen voor deze sectoren hebben zodoende pertinent niet het karakter van doelstellingen. Met betrekking tot de f. 3 mrd. monetaire financiering van de overheid, welke recentelijk in de pers een eigen leven is gaan leiden, stelt de Bankpresident duidelijk dat dit bedrag „... eerder als een aanvankelijk aangenomen reken-grootte dan als taakstelling” is te beschouwen.

De sector buitenland als bron van liquiditeitscreatie wordt door DNB principieel op nul gesteld bij de bepaling van de toelaatbare binnenlandse liquiditeitscreatie. Hiermee beoogt de Bank te voorkomen dat door binnenlandse compensatie van liquiditeitsafvloeiing naar het buitenland „voorwaarden voor de continuering van een kennelijk onevenwichtige situatie” worden geschapen. De enige bron van liquiditeitscreatie waar DNB wel rechtstreeks invloed op kan uitoefenen, hiertoe gelegitimeerd via haar in de Wet toezicht kredietwezen vastgelegde toezichthoudende taak, is het geldscheppende bankwezen. In dit kader wordt binnen het monetaire beleid van DNB o.a. sinds 1977 de z.g. directe kredietrestrictie gehanteerd. Via deze restrictie wordt het geldscheppende, d.w.z. het met kortlopende middelen gefinancierde, deel van de kredietverlening aan de geldscheppende instellingen aan een groeionorm gebonden. De voor 1979 voor het bankwezen vastgestelde liquiditeitscreatie van f. 5,5 mrd. werd per ultimo 1979 in lichte mate overschreden.

De geldscheppende activiteit van de overheid ging daarentegen aanzienlijk uit boven het geschatte bedrag van f. 3 mrd.; van het financieringsstekort van de totale overheid werd ruim f. 5 mrd. monetair (d.w.z. door geldschepping) gefinancierd.

Doordat voor f. 3,8 mrd. aan liquiditeiten naar het buitenland afvloeiden nam de geldhoeveelheid per saldo in 1979 met f. 6,7 mrd. toe. Ook voor 1980 richt DNB haar beleid op het constant houden van de liquiditeitsquote. Wederom is voor de overheid een bedrag van f. 3 mrd. als rekeninggrootte gebruikt, terwijl het buitenland op nul is ingeschaald. Onder invloed van de verwachte lagere groei van het (nominale) nationale inkomen (de noemer in de liquiditeitsquote) resteert voor het bankwezen een iets geringere groeiruimte.

## Valuta- en geldmarktbeleid

Naast het „grote” monetaire beleid, gericht op beheersing van de liquiditeitsquote, is nog een tweede vorm van monetair beleid te onderscheiden: het „kleine” beleid gericht op regulering van geld- en valutamarkt. Via haar invloed op de geldmarktrente kan DNB in de woorden van dr. Zijlstra „eventueel ontluikend wantrouwen tegen de valuta zo snel mogelijk in de kiem smoren”. Op deze wijze worden, in het kader van de verdediging van de nationale valuta, internationaal rentebewegingen doorgegeven. Met name de rente in de Verenigde Staten speelt hierbij, gezien de rol van de dollar in het internationale geldverkeer, een belangrijke rol. In de tweede helft van 1979 liep de rente in de VS onder invloed van de zwak gestemde dollar en de oplopende binnenlandse inflatie, tot grote hoogte op. Ter ondersteuning van hun eigen valuta zagen andere landen zich genoodzaakt deze rentestijging in zekere mate te volgen. Voor Nederland speelde hierbij nog een rol dat de positie van de gulden binnen het Europese Monetaire Stelsel, de opvolger van de oude slang, dreigde te verzwakken onder invloed van minder gunstige berichten over de Nederlandse economie (m.n. het betalingsbalanstekort). Hierdoor zag DNB zich genoodzaakt het disconto tot driemaal toe te verhogen. Bovendien werd de in het najaar aan de geldmarkt verleende steun (bedoeld om tegemoet te komen in de marktverkrapping als gevolg van belastingbetalingen aan de schatkist) drastisch verminderd. Onder invloed hiervan stegen de geldmarkttarieven tijdelijk tot boven de 15%. Deze hoge prijs, die betaald moest worden ter ondersteuning van de koers van de gulden met als uiteindelijk doel om de import van de inflatie tegen te gaan, ontmoette de laatste tijd tamelijk veel kritiek. De Bankpresident wapent zich hiertegen

\*De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amrobank. Het artikel is geschreven à titre personnel.

door te wijzen op de trekkracht van de hoge dollarreente en, wat betreft de kapitaalmarkt, de grote financieringsbehoefte van de overheid als rente-opdrijvende factoren. „Het is derhalve niet het door de Bank gevoerde monetaire beleid dat de rente hier te lande opdrijft”, aldus dr. Zijlstra. „Het beleid doet niet anders dan aantonen hoe het financieel en economisch met Nederland is gesteld”.

### Overheidsfinanciën

Het financieringstekort van de totale overheid nam in 1979 (nominaal, op kasbasis) met 1,1 procentpunt van het nationale inkomen toe tot 5,5%. Voor de financiering van dit tekort moest een aanzienlijk beroep op de kapitaalmarkt worden gedaan. Daarnaast moest een deel van het tekort door middel van geldschepping (monetair) worden gefinancierd. Met name deze monetaire financiering baart de Bank zorgen. Deze bron van geldcreatie nam ten opzichte van 1978 (1,5 mrd.) aanzienlijk toe. Zoals hiervoor is aangegeven had DNB de geldschepping door de overheid op f. 3 mrd. geschat in het kader van het „grote” monetaire beleid, zonder hieraan overigens een taakstellend karakter te kunnen verbinden. Feitelijk gruwet dr. Zijlstra van de toenemende geldschepping door de overheid, die hij beschouwt als „de graadmeter van de onmacht om op het terrein van de publieke financiën orde op zaken te stellen”. Gezien de problemen waarmee de Nederlandse economie momenteel te kampen heeft — gebrek aan arbeidsmobiliteit, tekortschietende con-

currentiekracht t.o.v. het buitenland — is een stimuleringspolitiek à la Keynes volgens de Bankpresident ook niet op z'n plaats. Het financieringstekort van de overheid moet dan ook niet verder worden opgerekt, maar veeleer worden teruggebracht tot een niveau waarop dekking van het tekort grotendeels in de binnenlandse besparingen kan worden gevonden, „dat is zonder monetaire financiering, zonder overspanning van de kapitaalmarkt en derhalve zonder rente-opdrijving”. Hierop aansluitend toont Zijlstra zich verheugd dat de regering zich niet wil inlaten met het plaatsen van leningen in het buitenland zijnde een versluierde vorm van monetaire financiering via liquiditeitsimport.

### Betalingsbalans

De lopende rekening van de betalingsbalans liet (op transactiebasis) in 1979 een tekort zien van f. 4,1 mrd.; een aanzienlijke verslechtering van f. 1,8 mrd. t.o.v. 1978. Deze achteruitgang kan voor een groot deel worden toegerekend aan de vertraagde aanpassing van het uitvoerprijspeil van aardgas aan de prijs van ingevoerde olie; dientengevolge verslechterde de energiebalans met f. 2,1 mrd.

Zoals bij de bespreking van het monetaire beleid al is aangegeven laat DNB dergelijke tekorten op de lopende rekening in principe doorwerken in de binnenlandse liquiditeitsmassa. Ten aanzien van de kapitaalrekening, waarop het tekort met ruim f. 1 mrd. afnam tot f. 0,8 mrd., geldt, aldus dr. Zijlstra, in principe hetzelfde.

Om echter de spanning op de binnenlandse kapitaalmarkt bij het huidige, grote beroep van de overheid niet te zeer te laten oplopen heeft DNB haar beleid er sinds 1978 op gericht om althans via het lange kapitaalverkeer met het buitenland in de particuliere sector een omslag van de kapitaalrekening naar een situatie van netto invoer te bewerkstelligen. Daartoe heeft de Bank haar vergunningenbeleid voor particuliere leningen in het buitenland boven f. 500.000 (daaronder is geen vergunning nodig) o.a. wat betreft de looptijdvereisten, versoepeld. Daarnaast werd dit op nettokapitaalimport gerichte beleid begunstigd door de sterk toegenomen instroming van middelen in het beursverkeer; bij dit laatste hebben de hoogte van de rente en de positie van de gulden ongetwijfeld een stimulerende rol gespeeld.

### Conclusie

In het voorgaande is in ruwe lijnen een schets gegeven van met name de monetaire uitgangspunten van het beleid van DNB. De president heeft zich ditmaal nog meer dan voorheen moeite getroost om duidelijke antwoorden te verstrekken op de vele vragen en kritiek die zijn beleid omgeven. Dat deze verdedigende houding echter niet in een terugtrekkende houding en het vieren van de teugels zal overgaan, maakt dr. Zijlstra wel duidelijk: „De Bank zal ook in de toekomst deze verleiding vastbesloten weerstaan”.