

De Duitse bronbelasting en het monetaire beleid

Het afgelopen jaar was het derde jaar op rij waarin de Bundesbank er niet in is geslaagd om de monetaire expansie binnen de doelstellingszone te houden. Ondanks een geleidelijke verkrapping van het monetaire beleid in de tweede helft van het jaar nam de geldhoeveelheid M3 in 1988 met 6,8% toe, waarbij het opvalt dat deze groei vooral geconcentreerd was bij de primaire liquiditeiten¹.

In haar jaarverslag over 1988 wijt de Bundesbank deze ontwikkelingen voor een belangrijk deel aan de aankondiging in oktober 1987 van de invoering per 1 januari 1989 van een 10% bronbelasting op rente-inkomsten. In dit artikel wordt ingegaan op de gevolgen die deze bronbelasting, die per 1 juli 1989 alweer is afgeschaft, heeft gehad voor het monetaire beleid. Hiertoe worden eerst achtereenvolgens de gevolgen voor de activiteiten op de Duitse kapitaalbalans, de kapitaalmarkt en het renteverloop in kort bestek geschetst. Daarna wordt gedetailleerder ingegaan op de ontwikkeling van M3 en de bronnen van liquiditeitscreatie in de BRD, waarbij de visie van de Bundesbank op deze ontwikkelingen wordt besproken. Tot slot wordt vooruitgekeken naar de in de tweede helft van 1989 mede in reactie op de afschaffing van de bronbelasting te verwachten ontwikkelingen en de reactie van de Bundesbank hierop.

Gevolgen van de aankondiging

De aankondiging bracht een omvangrijke kapitaalexport op gang, terwijl

Tabel 1. De Duitse kapitaalbalans

	Netto lang kapitaal	Wv. netto effectenverkeer	Wv. Duitse beleggingen in buitenland.	Wv. buitenlandse beleggingen in BRD
1981	8,4	-5,0	-6,0	1,0
1982	-14,2	-8,6	-11,4	2,8
1983	-7,0	3,2	-10,4	13,6
1984	-19,8	1,7	-15,7	17,4
1985	-12,9	6,8	-31,5	38,3
1986	33,8	52,8	-21,3	74,1
1987	-23,3	8,3	-25,0	33,2
1988	-84,9	-65,1	-72,8	7,7

tegelijktijd de kapitaalimport stagneerde (zie tabel 1). Per saldo resteerde een uitvoer van lang kapitaal van DM 84,9 mrd. (1987: DM 23,3 mrd.). Doordat ook in de korte sfeer op grote schaal geld het land uitstroomde (incl. statistische verschillen DM 35,0 mrd., tegenover in 1987 DM 16,7 mrd.), terwijl de lopende rekening een overschot van DM 84,9 mrd. liet zien, zag de Bundesbank voor DM 34,6 mrd. aan deviezen het land uitstromen. In 1987 had zij de deviezenvoorraad nog met DM 41,2 mrd. kunnen aanvullen.

De omslag van het sentiment was het duidelijkst zichtbaar in het effectenverkeer. In 1986 was er nog een netto instroom van middelen uit hoofde van de aankoop van effecten van DM 52,8 mrd. In de eerste helft van 1987 bedroeg dit cijfer nog DM 25,4 mrd., maar in de tweede helft van 1987 sloeg het saldo van het effectenverkeer om. Uiteindelijk werd over het gehele jaar slechts een instroom van DM 8,3 mrd. gerealiseerd. In totaal kochten Duitsers in 1988 voor DM 72,8 mrd. aan buitenlandse effecten (1987: 25,0 mrd.), terwijl buitenlanders voor slechts DM 7,7 mrd. aan Duitse effecten aankochten (1987: DM 33,2 mrd.).

Als gevolg van de opgetreden kapitaaluitvoer en het wegblijven van de buitenlandse beleggers is de activiteit op de Duitse kapitaalmarkt sterk teruggelopen. Zo daalde de netto aankoop van obligaties op de binnenlandse kapitaalmarkt van DM 88,2 mrd. in 1987 tot een magere DM 35,1 mrd. in 1988. Het afgelopen jaar was het eerste waarin Duitsers meer buitenlandse obligaties aanschafden dan Duitse. Deze ontwikkelingen hebben hun uitwerking op het renteniveau in de BRD niet gemist. Zo werden de renteversillen tussen de BRD en de overige Europese landen na de aankondiging van de bronbelasting kleiner². Tevens lag de Nederlandse kapitaalmarktrente in 1988 zelfs geruime tijd duidelijk onder het Duitse niveau.

Deze hier gesignaleerde ontwikkelingen kunnen uiteraard niet geheel aan de bronbelasting worden toegeschreven. Zo was er in 1988 sprake van een herstel van de dollar dat niet alleen uit de relatieve zwakte van de DM kan worden verklaard. Daarnaast ontwikkelde de rente zich elders in een voor de DM ongunstige richting. Zo bleken hoog-

rentende valuta's als het pond sterling, de Australische dollar en de Amerikaanse en Canadese dollar ondanks het koersrisico voor veel beleggers aantrekkelijker dan laagrentende valuta's als de DM.

Desondanks is het waarschijnlijk dat de bronbelasting een grote rol heeft gespeeld. Zo ging een aanzienlijk deel van de Duitse kapitaaluitvoer in 1988 richting Luxemburg, alwaar het werd belegd in eurobonds, waaronder euroDM. Hierover wordt namelijk geen bronbelasting ingehouden. Niet alleen de Duitse kapitaaluitvoer, maar ook de kapitaalstromen uit andere landen richtten zich op het eurosegment. Zo steeg de emissie-activiteit op de markt voor eurobonds in DM van minder dan DM 9 mrd. in 1987 tot meer dan DM 28,5 mrd. Duitse beleggers namen hiervan DM 12 mrd. voor hun rekening (1987: 3,5 mrd.). Dit verschijnsel verklaart dat de Oostenrijkse staat begin 1988 op de eurokapitaalmarkt een marktenlening kon uitgeven tegen een lagere rente dan het tarief waartegen de Duitse staat op de binnenlandse kapitaalmarkt kon lenen.

De omvangrijke kapitaaluitvoer leidde ertoe dat de mark het afgelopen jaar onder neerwaartse druk stond. Dit gebeurde ondanks het feit dat de lopende rekening het grootste overschot ooit door de Bondsrepubliek gerealiseerd vertoonde. De relatieve zwakte van de mark heeft mede geleid tot een lopende inflatie(verwachting). Tevens frustrerde de zwakke mark de aanpassing van de internationale handelsonevenwichtigheden.

Monetaire aggregaten in 1988

Uit tabel 2 is af te lezen dat de liquiditeitsgroei in de Bondsrepubliek in 1988 versneld is. Evenals in de twee voorafgaande jaren ging de geldgroei daarbij uit boven de doelstelling van de Bundes-

1. Definities: M1 = chartaal geld plus rekening courant; M2 = M1 plus termijndeposito's tot 4 jaar; M3 = M2 plus spaargelden met 'wettelijke opzegtermijn'. In 1988 is de bank van aggregaat veranderd. Tot dan toe werden doelstellingen geformuleerd ten aanzien van de 'Zentralbankgeldmenge' (een gewogen variant van M3), vanaf 1988 gelden de doelstellingen M3. In het maandbericht van april 1989 heeft de Bundesbank een nieuwe verijning geïntroduceerd. Het betreft hier de manier waarop M3 wordt gemeten. Ofschon het te ver voert om te veronderstellen dat de Bundesbank hiermee de Bank of England navolgt in een poging om de wet van Goodhart ('once you start to target a monetary aggregate, it starts to misbehave') empirisch te verifiëren, is het opvallend dat beide 'technische' wijzigingen in eerste instantie leidden tot een verlaging van het gerapporteerde cijfer van de monetaire expansie.

2. Zie: W.C. Boeschoten, Bronbelasting en rente-écart, *ESB*, 10 mei 1989, blz. 448 e.v.

Tabel 2. Ontwikkeling monetaire aggregaten BRD (abs. mutaties, bedragen in DM mrd.)

	Chartaal geld	Rekening courant	M1	Deposito's e.d.<4 jr.	M2	Deposito's met wettelijke opzegtermijn	M3
1980	4,1	5,3	9,3	24,6	34,0	8,8	42,8
1981	0,2	-2,4	-2,2	39,5	37,4	-1,3	36,1
1982	4,4	13,3	17,7	6,3	24,0	30,8	54,8
1983	7,8	14,9	22,7	-9,6	13,1	32,2	45,3
1984	3,4	15,0	18,4	8,5	26,9	14,3	41,3
1985	4,4	11,1	15,5	8,3	23,8	21,6	45,4
1986	8,3	16,4	24,7	9,7	34,3	31,4	65,7
1987	11,9	15,1	27,0	8,5	35,5	27,0	62,6
1988	18,5	22,3	40,8	8,7	49,5	26,5	76,1

Bron: Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, tabel I.

bank³. Tevens blijkt uit de tabel een toename van de liquiditeitsvoorkeur in 1988, de groeiversnelling van M1 overtrof immers die van M3. Opvallend is daarbij de sterke expansie van de chartale geldomloop. De Bundesbank wijt dit verschijnsel aan de bronbelasting (liever tijdelijk geen rente dan rente waarover bronbelasting moet worden betaald) maar ook aan andere externe omstandigheden⁴. Ofschoon de Bundesbank op dit laatste in haar jaarverslag niet verder ingaat, moet daarbij gedacht worden aan de functie van Duits chartaal geld in het officieuze circuit in Oost-Europa. Naast de chartale geldomloop nam ook het bedrag aan saldi in rekening courant vorig jaar fors toe.

De toegenomen liquiditeitsvoorkeur kan echter niet geheel worden toegeschreven aan de bronbelasting of de groei van de hoeveelheid Duitse bankbiljetten die buiten de Bondsrepubliek worden aangehouden. Ook de lage rentestand (vooral in het begin van 1988) en de krachtige conjunctuur – die noopte tot het aanhouden van grotere transactiekassen – hebben waarschijnlijk een belangrijke rol gespeeld. Het gewicht van de expansie van de primaire geldhoeveelheid komt nog scherper naar voren als naar de andere compo-

nenten van M3 wordt gekeken. Zo was de toename van het uitstaande bedrag aan termijndeposito's (tot 4 jaar) met DM 8,7 mrd. nagenoeg op hetzelfde niveau als in 1987, terwijl de spaartegoeden met een vaste opzegtermijn in 1988 met DM 26,5 mrd. toenamen, marginaal lager dan het jaar daarvoor (DM 27,0 mrd.). Het grootste deel van de stijging van M3 is dan ook geconcentreerd bij de primaire liquiditeiten.

De Duitse statistieken staan geen identieke exercitie toe als de monetaire impulsanalyse van DNB. Toch kan het een en ander worden gezegd over de bronnen van liquiditeitscreatie. Tabel 3 geeft een overzicht van de bronnen van liquiditeitscreatie. Uit de tabel blijkt dat de liquiditeitscreatie in 1988, geheel in tegenstelling tot de drie voorafgaande jaren, louter een binnenlandse bron had. De spectaculaire toename van het netto geldscheppend bedrijf (ngb) steunde de zowal op een forse expansie van de bancaire kredietverlening als op de afnemering van de aanwas van het lange passief. Het buitenland zorgde per saldo voor liquiditeitsvernietiging, na een drietal jaren een forse monetaire impuls te hebben veroorzaakt.

Uit deze cijfers zou men op het eerste gezicht kunnen concluderen dat de

Tabel 3. Tegenposten monetaire expansie (abs. mutaties, bedragen in DM mrd.)

	I Krediet verlening banken (incl. aan overheid)	II Lang passief bankwezen (Geldkapital Bildung)	III Netto geldsch. bedrijf banken (I-II)	IV N.b.a. bank- wezen	V ww. Bundes- bank	VI ww. comm. banken	V Overig	VI M3 (III+IV-V)
1980	126,3	61,7	64,6	-10,6	-27,9	17,3	11,3	42,8
1981	132,0	86,0	46,0	11,9	-3,2	15,1	21,8	36,1
1982	104,4	46,5	58,0	4,5	3,1	1,4	7,7	54,8
1983	113,2	67,1	46,0	1,2	-4,1	5,3	1,9	45,3
1984	108,1	69,7	38,3	0,8	-3,2	4,0	-2,1	41,3
1985	98,1	75,0	23,1	30,0	1,3	28,7	7,7	45,4
1986	81,7	69,8	11,8	55,9	6,0	50,0	2,0	65,7
1987	87,0	70,7	16,2	53,2	41,2	12,0	6,9	62,6
1988	138,2	42,8	95,4	-5,2	-34,6	29,4	14,0	76,1

Bron: Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, tabel I.

opgetreden kapitaaluitvoer c.q. de weggebleven kapitaalimport de Bundesbank heeft geholpen bij het in de hand houden van de monetaire expansie. Immers, als de buitenlandse bron hiervan vorig jaar bij voorbeeld evenals in 1987 DM 53 mrd. aan de groei van de geldhoeveelheid zou hebben bijgedragen, zou (ceteris paribus) de groei van M3 vorig jaar geen 6,7% maar 11,8% hebben bedragen.

De analyse van de Bundesbank

In het jaarverslag over 1988 concludeert de Bundesbank echter dat dit laatste niet het geval is geweest. De Bundesbank betoogt daarbij klaarblijkelijk het omgekeerde van wat DNB in ons land beweert. In de ogen van de Bundesbank heeft de kapitaaluitvoer – teweeggebracht door de aangekondigde bronbelasting – de binnenlandse liquiditeitscreatie uitgelokt. Daarbij heeft zij twee mechanismen voor ogen. Allereerst heeft de kapitaaluitvoer geleid tot het stivallen van de primaire obligatiemarkt, waardoor bedrijven gedwongen werden een groter beroep te doen op bankkrediet. Ten tweede werd de kapitaaluitvoer gevoed met middelen die onttrokken werden aan de potentiële toename van het lang passief van de banken. De Bundesbank constateert een verschuiving van binnenlandse naar buitenlandse 'Geldvermögensbildung'⁵.

De aankondiging van de bronbelasting heeft ondanks een in gang gezette afvloeiing van liquiditeiten naar het buitenland in de ogen van de centrale bankiers in Frankfurt derhalve niet bijgedragen tot het nog enigszins in toom houden van de monetaire expansie. De Bundesbank doet er nog een schepje bovenop: de aankondiging van de bronbelasting heeft zelfs tegengewerkt bij het realiseren van de geldgroei-doelstelling. "Lediglich im Sommer,..., trat kurzfristig eine kontraktive Wirkung der Geldabflüsse zutage; sie wurde aber alsbald wieder von den expansiven heimische Faktoren überkompensiert"⁶. Deze 'heimische Factoren' werden, zoals eerder gemeld, volgens de Bundesbank vooral 'expansiv' in verband met de bronbelasting⁷.

3. Zie over het beleid van de Bundesbank: S.C.W. Eijffinger, Recente ontwikkelingen in het Westduitse monetaire beleid, *Bank en effectenbedrijf*, januari/februari 1989.

4. Deutsche Bundesbank, *Geschäftsbericht für das Jahr 1988*, blz. 40.

5. Deutsche Bundesbank, op.cit., blz.51

6. Deutsche Bundesbank, op.cit., blz.43

7. Overigens geeft de Bundesbank op zeker moment een passant toe dat het overhevelen van banktegoeden door Duitse ingezetenen vanuit Duitsland naar het Eurobankwezen de expansie van M3 heeft helpen indammen (op.cit., blz 43), een opmerking die nogal uit de toon valt bij de rest van de analyse van de Bundesbank.

Uit bovenstaande kan worden geconcludeerd dat de aankondiging van de bronbelasting de Bundesbank in haar visie heeft gehinderd bij de uitvoering van het monetaire beleid. Immers, deze aankondiging kan mede verantwoordelijk worden gesteld voor meerdere, elkaar voor wat betreft het effect op de monetaire expansie ten dele tegenwerkende, ontwikkelingen. Tegelijkertijd leidde de kapitaaluitvoer tot een zwakkere DM op de internationale financiële markten, hierbij de inflatie(verwachtingen) aanwakkerend. Doordat echter gelijktijdig andere zaken speelden, zoals het herstel van de dollar en de scherpe verkrapping van het monetaire beleid in het Verenigd Koninkrijk waardoor beleggingen naar Londen stroomden, is het niet mogelijk de gevolgen van de bronbelasting exact te kwantificeren.

De gevolgen van de afschaffing

De afschaffing van de bronbelasting per 1 juli zal ongetwijfeld leiden tot een positievere beoordeling van de Duitse kapitaalmarkt door beleggers. Dit zal in onze visie samenvallen met een in de tweede helft van 1989 te verwachten neerwaartse druk op de Amerikaanse dollar.

In principe zal dit voor de Bondsrepubliek de volgende consequenties kunnen hebben. De uitvoer van lang kapitaal zal stagneren en er zal sprake kunnen zijn van enige repatriëring van 'vluchtkapitaal'. Tegelijkertijd zullen buitenlandse beleggers hun weg naar de Bondsrepubliek weer weten te vinden. Deze ontwikkelingen betekenen (c.p.) dat, anders dan in 1988, ook de buitenlandse bron van de liquiditeitscreatie gaat bijdragen aan de groei van de geldhoeveelheid.

De redenering van de Bundesbank in omgekeerde richting volgend, mag worden verwacht dat deze effecten meer dan geneutraliseerd zullen worden door drie mechanismen. Ten eerste vermindert de toevloed van buitenlands kapitaal de behoefte aan bankkrediet, hetgeen de geldgroei drukt. Daarnaast zal een deel van de middelen, die in 1988 neersloegen in kapitaaluitvoer, nu neerslaan in lange passiva van het bankwezen, waardoor dit deel per saldo geen invloed uitoefent op de ontwikkeling van de geldhoeveelheid⁸. Verder zal, doordat de versturende werking van de bronbelasting wegvalt, de liquiditeitsvoorkeur afnemen. Zo geredeneerd mag als gevolg van de afschaffing van de bronbelasting een neerwaarts effect op de groei van de geldhoeveelheid worden verwacht. Deze redenering veronderstelt wel dat het eerder geschetste verband tussen kredietverlening, lang passief van het bankwezen en kapitaalexport symmetrisch is.

Een vergelijking met eerdere jaren leert dat in de jaren na 1980 er inderdaad in het algemeen sprake is geweest van een zekere complementariteit tussen de binnenlandse en de buitenlandse bron van de geldcreatie: in jaren waarin de buitenlandse liquiditeitscreatie sneller toenam dan het jaar daarvoor, liep de bruto kredietverlening door het bankwezen in het algemeen terug. Het jaar 1981 is de belangrijkste uitzondering. De complementariteit tussen de buitenlandse geldbron en het lang passief van het bankwezen ligt echter minder eenduidig. De ontwikkeling in 1988 lijkt te suggereren dat een forse kapitaaluitvoer gepaard gaat met een verminderde aanwas van het 'Geldkapital'. De ontwikkelingen in 1986 en 1987 (jaren, gekenmerkt door een grote toevloed van liquiditeiten vanuit het buitenland, waarin de Bundesbank er niet in slaagde om de geldgroei in de hand te houden) duiden er echter niet op dat deze relatie in twee richtingen opgaat. Het is derhalve nog de vraag in hoeverre de door ons verwachte netto kapitaalimport zal neerslaan in het lang passief van het bankwezen. Gezien de huidige vlakke yieldcurve is het niet onlogisch te verwachten dat deze middelen zullen neerslaan in kortlopende deposito's, daarmee de expansie van M3 een extra impuls gevend.

De afschaffing van de bronbelasting zal, in combinatie met de in de loop van 1988 en begin 1989 opgelopen rente, wellicht de liquiditeitsvoorkeur doen afnemen. Voor zover het hierbij echter gaat om substitutie van chartaal en giraal geld naar termijndeposito's met een looptijd van minder dan 4 jaar hoeft deze reactie geen gevolg voor de groei van M3 te hebben, aangezien zij hier alle drie deel van uitmaken. Substitutie tussen termijndeposito's en 'Geldkapital' ligt bij een zeer vlakke of inverse yieldcurve echter minder voor de hand. Aangezien de netto import van lang kapitaal zeker een drukkend effect op de lange rente zal hebben, mag worden verwacht dat de yieldcurve de komende maanden vlak zal blijven, behalve als de Bundesbank zou overgaan tot een forse verruiming van het monetaire beleid, waardoor de korte rente duidelijk zou dalen. Dit nu lijkt echter niet waarschijnlijk.

Conclusie

De kans lijkt levensgroot aanwezig dat de Bundesbank in de tweede helft van 1989 zal worden geconfronteerd met een toevloed van kapitaal uit het buitenland. Deze zal de groei van de geldhoeveelheid M3 boven de doelstelling (5%) houden en, ondanks de nieuwe meettechniek, zelfs leiden tot een verdere verwijdering van deze doelstelling dan momenteel het geval is.

De Bundesbank komt hiermee voor een lastig dilemma te staan. Zij zou het monetaire beleid verder kunnen verkrappen ten einde te voorkomen dat de krachtige conjunctuur in combinatie met de ruime monetaire verhoudingen leidt tot oplopende inflatie(verwachtingen). Hierbij moet worden bedacht dat de Duitse economie begin 1990 een forse bestedingsimpuls in de vorm van een omvangrijke belastingverlaging krijgt toegeënd. Gelet op het bovenstaande is het echter niet waarschijnlijk dat een verdere verkrapping van het monetaire beleid de monetaire expansie zal kunnen beteugelen. Integendeel, een verdere verkrapping zou kunnen leiden tot een extra toevloed van middelen vanuit het buitenland, terwijl – uitgaande van een blijvend vlakke yieldcurve – het substitutiemechanisme tussen termijndeposito's en lange passiva van de banken wel eens gebrekkig zou kunnen functioneren.

De Bundesbank kan ook de te hoge geldgroei negeren. Zij kan immers wijzen op de, door haar niet te beteugelen, externe bron van de liquiditeitscreatie. Tevens kan zij aangeven dat een groot deel van de excessieve groei van M3 een gevolg is van beleggingsoverwegingen (de vlakke yieldcurve houdt beleggers liquide) en derhalve geen direct inflatoir gevaar met zich brengt. Hiermee zou de bank echter toestaan dat voor de vierde maal op rij de monetaire doelstelling niet wordt gerealiseerd. In wezen betekent dit het einde van een geloofwaardig geldgroei-beleid.

Betreurenswaardig zou dit laatste overigens geenszins zijn. Ondanks het nu al drie-en-een-half jaar boven target zijn van de geldgroei kan de feitelijke inflatie van rond de 3% immers voor het overgrote deel worden verklaard door een accijnsverhoging begin dit jaar, een wijziging van de gewichten in de prijsindex en externe factoren als de dollar en de prijs van ruwe olie. In 1990 zal het inflatietempo dan ook teruglopen, de monetaire expansie ten spijt.

**Wim Boonstra
Han de Jong**

De auteurs zijn respectievelijk medewerker en hoofd van het Economisch Bureau Buitenland van de AMRO Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven. Zij bedanken drs. P.M. Feenstra voor zijn commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

8. De substitutie van middelen vanuit bestanddelen van M3 naar 'Geldkapital' is volgens de Bundesbank het belangrijkste korte-termijneffect van een hogere geldmarkrente. De kredietverlening door het bankwezen is op korte termijn minder rente-elastisch. Zie: Zur längerfristigen Entwicklung und Kontrolle des Geldvolumens, *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*, januari 1985. Deze redenering veronderstelt echter wel dat een stijging van de korte rente doorwerkt in de lange sfeer, zodat de yieldcurve geen al te vlak verloop krijgt.