



De omloopsnelheid van geld

Auteur(s):

Verkaart, S.A.M.
Afdeling Monetair en Economisch Beleid, De Nederlandsche Bank.

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4290, pagina 44, 12 januari 2001

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

monetair, beleid

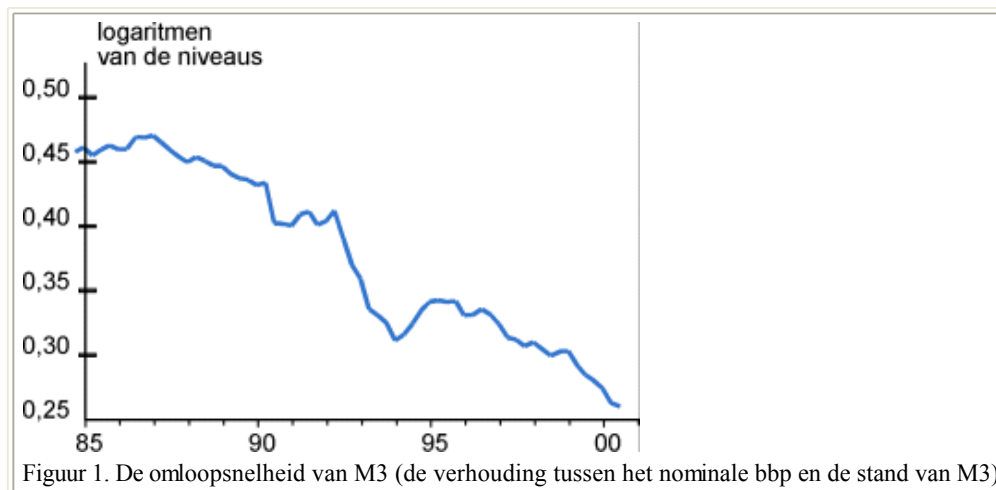
De omloopsnelheid van geld in het eurogebied is sterk gedaald. Wat zijn daarvoor de verklaringen?

In het Verdrag van Maastricht is vastgelegd dat het hoofddoel van het gemeenschappelijke monetaire beleid van het Eurosysteem - de Europese Centrale Bank tezamen met de centrale banken van de landen die de euro hebben ingevoerd - het handhaven van prijsstabiliteit in het eurogebied is. Hierbij is prijsstabiliteit gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de consumentenprijzen van minder dan twee procent. Van belang is dat prijsstabiliteit dient te worden gehandhaafd op de middellange termijn, waarmee wordt onderkend dat externe schokken met een tijdelijk effect op de inflatie, zoals een plotselinge stijging van de olieprijs of een verhoging van het btw-tarief, niet met behulp van monetair beleid kunnen worden tegengegaan. Om een goede inschatting te kunnen maken van de risico's voor prijsstabiliteit heeft het Eurosysteem gekozen voor een monetaire beleidsstrategie die bestaat uit twee kernelementen, ook wel pijlers genoemd¹. In de eerste plaats kent de strategie een vooraanstaande rol toe aan de geldhoeveelheid, aangezien inflatie uiteindelijk een monetair fenomeen is. De tweede pijler bestaat uit de analyse van een breed scala aan andere economische indicatoren, die inzicht verschaffen in de toekomstige prijsontwikkeling in het eurogebied (bij ongewijzigd rentebeleid), zoals de stand van de conjunctuur, de rentestructuur, de wisselkoers, de situatie op de arbeidsmarkt, enzovoort. Zo bieden de twee pijlers samen een kader voor de analyse van de vooruitzichten voor de inflatie in het eurogebied.

De referentiewaarde voor de geldgroei

Aan de rol van de geldhoeveelheid binnen de monetaire beleidsstrategie is inhoud gegeven door het jaarlijks afkondigen van een referentiewaarde voor de geldgroei. In december 1998 maakte de Raad van Bestuur van de ECB de eerste referentiewaarde bekend, namelijk een groei van 4½ procent voor het driemaands voortschrijdende gemiddelde van de twaalfmaandsmutaties van het ruime geldbegrip M3. Deze referentiewaarde vormt geen nauwe geldgroei-doelstelling, maar een ijkpunt waarmee de werkelijke toename van de geldhoeveelheid wordt vergeleken, om te beoordelen of deze laatste een risico vormt voor prijsstabiliteit op middellange termijn. De invulling van de referentiewaarde is gebaseerd op de welbekende verkeersvergelijking van Fisher $MV = PT$, de definitievergelijking die de verhouding tussen de geldhoeveelheid (M), de omloopsnelheid van geld (V), het prijspeil (P) en de economische bedrijvigheid (T) weergeeft. Bij een constante omloopsnelheid drukt deze vergelijking uit dat wanneer de groei van de geldhoeveelheid groter is dan de toename van de productie, dit uiteindelijk leidt tot een verhoging van het prijspeil, oftewel tot inflatie, omdat 'teveel geld jaagt op te weinig goederen en diensten'.

In de praktijk blijkt de omloopsnelheid van geld echter trendmatig te dalen (zie [figuur 1](#)). Dit betekent dat er elk jaar telkens meer geld wordt aangehouden door de inwoners van het eurogebied, dan nodig is voor de aankoop van de geproduceerde goederen en diensten. Voor het monetaire beleid is het essentieel te weten waarom dit gebeurt, aangezien daarmee kan worden beoordeeld of deze extra vraag naar geld inflatoire risico's met zich brengt of niet.



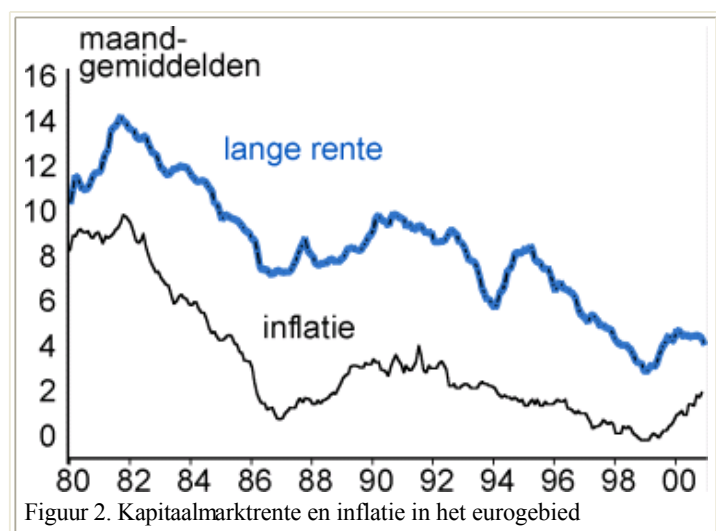
Verklaringen voor daling omloopsnelheid

Twee mogelijke verklaringen worden hieronder toegelicht, namelijk (1) de daling van de nominale rentes en de inflatie over de afgelopen decennia en (2) de toename van het financiële vermogen van de particuliere sector.

Eerste verklaring: daling nominale rente en inflatie

De verkeersvergelijking van Fisher biedt een raamwerk voor de verklaring van de geldhoeveelheid die wordt aangehouden uit hoofde van het zogenoemde transactiemotief. Geld wordt echter ook aangehouden vanwege het voorzorgs- en speculatiemotief, net als andere financiële activa zoals langlopende spaartegoeden, obligaties en aandelen. Nu bestaat het brede geldbegrip M3 voor ruim een derde deel uit niet-rentedragende componenten, zoals munten, bankbiljetten en girale tegoeden in handen van gezinnen en bedrijven. De stand van de rente bepaalt hoe (on)aantrekkelijk het is om geld in deze zeer liquide vorm- en dus (praktisch) renteloos - aan te houden. Anders gezegd, de rente vormt de opportuniteitskosten van het aanhouden van geld in deze vorm. Daarnaast is de hoogte van de inflatie van invloed op de beslissing om geld - al dan niet rentedragend - in bezit te houden of te beleggen in fysieke activa zoals duurzame consumptiegoederen, onroerend goed of kunst. Inflatie geeft de mate van geldontwaarding weer en kan zodoende worden gezien als een boete op het bezit van geld.

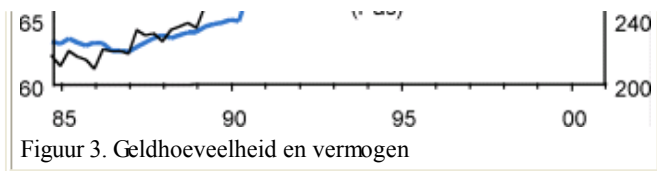
Wordt de kapitaalmarktrente genomen als maatstaf voor de opportuniteitskosten van het aanhouden van geld in liquide vorm, dan valt op dat deze in vrijwel alle landen van het eurogebied substantieel is gedaald over de afgelopen twintig jaar. Ook de inflatie in het eurogebied is in deze periode per saldo fors afgenomen (zie [figuur 2](#)). Deze twee factoren maken het aanhouden van renteloze tegoeden goedkoper en dus aantrekkelijker, waardoor de geldhoeveelheid - los van de vraag naar goederen en diensten - toeneemt. In de verkeersvergelijking $MV = PT$ vindt dit zijn weerslag in een daling van de omloopsnelheid van geld.



Tweede verklaring: toename financieel vermogen

De daling van de lange rente en de inflatie in het eurogebied kan de sterke daling van de omloopsnelheid van geld echter niet geheel verklaren. Het brede geldbegrip M3 bevat naast bovengenoemde renteloze componenten namelijk ook kortlopende tegoeden, waarop wel rente wordt vergoed, zoals bijvoorbeeld termijndeposito's en participaties in geldmarktfondsen. Deze tegoeden, die zowel uit transactie- als speculatie- en voorzorgsmotieven worden aangehouden, vormen zelfs bijna tweederde van M3. Doordat tegelijk met de kapitaalmarktrente ook de geldmarktrente in het eurogebied fors is afgenomen, is het relatieve rendement van langlopende titels slechts ten opzichte van een deel van M3 gedaald. Zodoende is de substitutie van langlopende tegoeden naar M3 minder groot geweest dan de daling van de lange rente suggereert. De portefeuille-theorie biedt nog een tweede aanknopingspunt voor de verklaring van de trendmatige daling van de omloopsnelheid, namelijk de spectaculaire toename van het financiële vermogen van de particuliere sector in de afgelopen jaren ². Uit het oogpunt van risicospreiding zal een toename van het financiële vermogen de vraag naar geld vergroten, los van het transactiemotief. Een eerste aanwijzing dat de daling van de omloopsnelheid van geld direct gerelateerd is aan de vermogensaanwas van de particuliere sector wordt geboden door [figuur 3](#). Hierin wordt de liquiditeitsquote - de verhouding tussen de geldhoeveelheid en het nominale inkomen, oftewel de reciproque van de omloopsnelheid - afgezet tegen de vermogens-inkomensquote, zijnde de verhouding tussen het financiële vermogen (inclusief aandelen) en het nominale inkomen. De vermogens-inkomensquote is hierbij gebaseerd op de grootste acht landen van het eurogebied, wat een goede benadering is voor het eurogebied als geheel. Opvallend genoeg vertonen de twee grootheden een grote mate van samenhang in ontwikkeling, wat aannemelijk maakt dat de toename van het vermogen van substantiële invloed is geweest op de vraag naar geld en daarmee op de daling van de omloopsnelheid. Overigens is de relatief sterke stijging van de liquiditeitsquote (oftewel de relatief sterke daling van de omloopsnelheid) in de eerste helft van de jaren negentig te verklaren uit de toenmalige inverse rentestructuur; dat wil zeggen, een korte rente die hoger is dan de lange rente. Hierdoor wordt het uit beleggingsoogpunt aanhouden van korte tegoeden extra aantrekkelijk, zodat M3 sterk toeneemt.





Figuur 3. Geldhoeveelheid en vermogen

Geldvraagstudies

Geldvraagstudies bieden meer formeel bewijs voor de invloed van vermogen op de geldhoeveelheid. Dergelijke studies relateren de vraag naar geld aan het prijspeil, het reële inkomen, de inflatie, de korte en lange rente en het vermogen. In lijn met de verkeersvergelijking van Fisher neemt de vraag naar geld toe met het prijspeil en het reële inkomen. Daarnaast geven de inflatie en de rentestructuur (gemeten als het verschil tussen de lange en de korte rente) de opportuniteitskosten van het aanhouden van geld weer, zodat de relatie tussen de geldvraag en deze variabelen negatief is. In veel geldvraagstudies wordt gemakshalve verondersteld dat de toename van het vermogen proportioneel is gerelateerd aan de toename van het inkomen, zodat het vermogen niet als aparte determinant van de vraag naar geld wordt meegenomen. Uit [figuur 3](#) blijkt echter dat deze veronderstelling niet opgaat: de vermogens-inkomensquote is niet constant, maar neemt gestaag toe. Onderzoek van de Bank toont aan dat wanneer het vermogen wel als aparte variabele in de geldvraagvergelijking wordt opgenomen, deze inderdaad een belangrijk deel van de toename van de geldhoeveelheid verklaart [3](#). Voor het monetaire beleid is hierbij van belang dat dit geld hoofdzakelijk voor beleggingsdoeleinden wordt aangehouden en in mindere mate voor bestedingsdoeleinden, zodat de daaraan verbonden risico's voor de toekomstige inflatie relatief beperkt zijn [4](#).

Besluit

De omloopsnelheid van geld - de verhouding tussen het nominale inkomen en de geldhoeveelheid - vertoont over de afgelopen decennia een trendmatige daling. Zoals hierboven is betoogd, is deze daling deels terug te voeren op de gestage afname van de rente en inflatie in het eurogebied, aangezien dit de opportuniteitskosten van het aanhouden van geld heeft verlaagd. Hierdoor is de vraag naar geld toegenomen, los van de geldvraag uit hoofde van de consumptie van goederen en diensten. Daarnaast speelt het vermogen een belangrijke rol. Uit geldvraagstudies verricht door de Bank blijkt dat de forse stijging van het financiële vermogen van de particuliere sector een niet te verwaarlozen bijdrage heeft geleverd aan de toename van de aangehouden hoeveelheid geld in het eurogebied.

Deze inzichten ten aanzien van de omloopsnelheid van geld hebben ook belangrijke consequenties voor het monetaire beleid, in casu de referentiewaarde voor de geldgroei. Deze is, zoals gezegd, opgebouwd uit de verkeersvergelijking van Fisher (in groeivoeten $m+v = p+y$), met daarin voor p de definitie van prijsstabiliteit en voor de overige grootheden hun te verwachten middellange termijn ontwikkeling, omdat prijsstabiliteit over de middellange termijn dient te worden gehandhaafd. Het niveau van de referentiewaarde wordt elk jaar opnieuw beoordeeld door de Raad van Bestuur van de ECB, waarbij wordt bekeken of de veronderstellingen voor de potentiële economische groei en de trendmatige ontwikkeling van de omloopsnelheid nog de juiste zijn. Bij de beoordeling in december 2000 werden deze veronderstellingen herbevestigd en daarmee ook de referentiewaarde van 4½ procent [5](#). Voor de omloopsnelheid wordt uitgegaan van een trendmatige daling van een half tot één procent. Zou nu in plaats hiervan de ontwikkeling van de omloopsnelheid, zoals in de meeste theorieboeken, constant worden verondersteld, dan zou, *ceteris paribus*, een relatief lage normatieve geldgroei resulteren die geen rekening hield met de feitelijk aanwezige - en nauwelijks inflatoire - beleggingsmotieven voor het aanhouden van geld

¹ Zie bijvoorbeeld : De twee pijlers van het monetaire beleid van de ECB, *ECB Maandbericht*, november 2000, blz. 39-50.

² Zie ook W.F.V. Vanthoor en C.C.A. Winder, [Geldvraag en vermogen in de Europese Unie](#), *ESB*, 1 oktober 1997, blz. 744-746.

³ Zie M.M.G. Fase en C.C.A. Winder, Wealth and the demand for money in the European Union, *Empirical Economics*, 1998, blz. 507-524.

⁴ Hoewel de vermogenstoename vooralsnog niet massaal wordt aangewend voor bestedingsdoeleinden, kan niet worden genegeerd dat alle middelen van de particuliere sector een potentiële bron zijn van toekomstige consumptie. Voor de monetaire autoriteiten is dit een reden de vermogensontwikkeling van de particuliere sector nauwgezet te volgen.

⁵ Zie ook: Jaarlijkse herziening van de referentiewaarde voor de geldgroei, *ECB Maandbericht* december 2000, blz. 10-12.