



# Geldgroeibeheersing in het Verenigd Koninkrijk sinds 1979

DRS. J.L.M. DE JONG\*

## Inleiding

In 1979 werd de Labour-regering van James Callaghan vervangen door het kabinet Thatcher. De inflatie bedroeg in die tijd ruim 13%. Bestrijding van de inflatie werd tot hoofddoelstelling van het beleid verheven, om daarmee een basis te leggen voor „sustainable growth”. Ten aanzien van de inflatie zelf werd geen expliciete doelstelling geformuleerd. Wel werd dit gedaan voor de intermediaire doelvariabele, de geldhoeveelheid. Nu, een kleine zes jaar later, is de inflatie gedaald tot ca. 5%. In de OECD als geheel daalde de inflatie van 9,8% in 1979 tot 5,3% in 1984. In dit artikel wordt nagegaan op welke wijze het beleid ter beteugeling van de geldgroei werd ingericht ten einde een daling van het inflatietempo te bereiken.

## De strategie

De regering van mevrouw Thatcher nam het monetarisme tot uitgangspunt van haar economisch beleid. In deze visie wordt inflatie veroorzaakt door te uitbundige geldgroei en dient zij derhalve te worden bestreden door middel van een restrictieve monetaire politiek. De regering-Thatcher richtte ook het begrotingsbeleid en de schuldpolitiek op inflatiebestrijding. Een regering die de geldgroei wil beheersen, maar via (directe en indirecte) monetaire financiering van haar eigen tekort al een behoorlijk stuk van de toe te stane liquiditeitscreatie voor haar rekening neemt, is uiteraard niet erg geloofwaardig. Bovendien gold er nog een ander argument om ook het begrotingsbeleid en de schuldpolitiek te richten op inflatiebestrijding. Te snelle geldgroei moet in de monetaristische visie worden afgeremd via het rentemechanisme; de geldvraag zal dan immers afnemen. Dit kan leiden tot zeer hoge rentestanden. Van beleidsmakers vergen zulke situaties stalen zenuwen. De regeringsploeg van de ijzeren dame verkoos de afhankelijkheid van de rente te verminderen door een deel van de beperking van de geldgroei te laten dragen door een verkleining en overfinanciering van het begrotingstekort. Ook aanbod-economische elementen

werden ingebouwd in de strategie. De tijdens aanpassingsprocessen te verwachten kosten (in termen van productie- en werkgelegenheidsverliezen) zouden wellicht kunnen worden gereduceerd door de duur van deze processen te verkorten, dat wil zeggen door markten efficiënter te laten werken. Het stimuleren van de vrije markt werd zo ook een onderdeel van het anti-inflatiebeleid.

Omdat terugdringen van geldgroei veelal een geleidelijk proces is en verwachtingen van subjecten een rol kunnen spelen bij inflatie, wensten de Britse autoriteiten zich geldgroei-doelstellingen en doelstellingen ten aanzien van het overheidstekort (PSBR) 1) op langere termijn op te leggen, die een geleidelijke terugdringing van de geldgroei en het overheidstekort inhielden. Het doel was niet zich blind te staren op deze cijfers – ze zijn enkele malen bijgesteld – maar om duidelijkheid te verschaffen over de richting van het beleid op middellange termijn. Dit staat bekend als de „Medium Term Financial Strategy” (MTFS).

## Het formuleren van geldgroei-doelstellingen

Voordat aan een kwantitatieve invulling van de geldgroei-doelstelling kan worden begonnen, moet eerst bepaald worden welk geldbegrip dient te worden gehanteerd. De regering-Thatcher koos een ruim geldbegrip, te weten  $\text{£M}_3$  2). Zij had hiervoor een aantal redenen. Ten eerste had de voorgaande regering al gunstige ervaringen opgedaan met betrekking tot de hantering van geldgroei-doelstellingen ten aanzien van  $\text{£M}_3$  (overigens zonder het beleid daadwerkelijk op het realiseren van deze doelstellingen te richten). Zo zou de geldvraagfunctie voor  $\text{£M}_3$  redelijk stabiel en voorspelbaar zijn, dat wil zeggen dat er een betrouwbare, voorspelbare relatie tussen  $\text{£M}_3$  en het nominale nationale inkomen zou bestaan, zodat inflatiebestrijding via beheersing van  $\text{£M}_3$  goed mogelijk zou zijn. Ten tweede suggereerde de statistische relatie tussen rente en  $\text{£M}_3$  dat beheersing van dit geldbegrip mogelijk zou zijn zonder de rente tot onaantvaardbaar hoge niveaus te moeten laten oplopen. De derde reden om te kiezen voor het ruime geldbe-

grip  $\text{£M}_3$  was dat er verscheidene beleidsinstrumenten – naast het rentewapen – gebruikt kunnen worden om  $\text{£M}_3$  te beïnvloeden. Zo is er een relatie te leggen tussen de PSBR en een toename van  $\text{£M}_3$ , zodat ook het begrotingsbeleid gericht kan worden op het bereiken van de geldgroei-vermindering. Omdat het niet onmogelijk was dat er toch verstoringen zouden kunnen optreden in de omloopsnelheid van  $\text{£M}_3$ , bij voorbeeld door afschaffing van bepaalde kredietbeheersingsmaatregelen, bleef men ook de ontwikkeling van andere aggregaten volgen. Aanvankelijk echter werd er slechts een expliciete doelstelling geformuleerd voor  $\text{£M}_3$  en deze is nog steeds de belangrijkste.

De begroting van maart 1982 voorzorg voor het eerst in het opstellen van doelstellingszones voor  $M_1$  en PSL2, naast  $\text{£M}_3$ . In maart 1984 evenwel vielen  $M_1$  en PSL2 als gevolg van te grote verstoringen weer uit de boot. In de nieuwe aanpak werden doelstellingen voor het krappe aggregaat  $M_0$  en het ruime aggregaat  $\text{£M}_3$  geformuleerd, terwijl  $M_2$  respectievelijk PSL2 werden aangewezen als beheersingsgrootheden. Om absoluut niets aan het toeval over te laten, publiceert de Bank of England de ontwikkeling van maar liefst acht aggregaten:  $M_0$ , non-interest-bearing  $M_1$ ,  $M_1$ ,  $\text{£M}_3$ , PSL1, PSL2,  $M_3$  en  $M_2$  3). Nog bijna dagelijks ontplooiën economen op dit gebied innoverende activiteiten door het aanbrengen van verdere verfijningen. Overigens wordt in het navolgende alleen aandacht besteed aan  $\text{£M}_3$  en geen verfijning aangebracht door naar alle andere aggregaten te kijken.

Van de mogelijke instrumenten om de geldgroei-doelstellingen te bereiken, achtte

\* De auteur is verbonden aan het Economisch Bureau van de Amro Bank. Het artikel is à titre personnel geschreven.

1) PSBR: Public Sector Borrowing Requirement.

2) In de VS let men het meest op  $M_1$  (omdat dit aggregaat liquiditeiten omvat die direct voor bestedingen kunnen worden aangewend) en in Nederland op  $M_2$ .

$M_0$  = chartaal geld + kasgelden van de banken + direct opeisbare tegoeden van de banken bij de centrale bank.

$M_2$  = chartaal geld + interestloze, direct opeisbare sterling-tegoeden van het publiek + interestdragende „retail” sterling-deposito's van het publiek + tegoeden van het publiek bij spaar- en hypotheekbanken.

$M_1$  = chartaal geld + rekening-courant-tegoeden van het publiek.

$\text{£M}_3$  =  $M_1$  + termijndeposito's van publiek + CD's luidende in sterling in handen van het publiek.

PSL2 =  $\text{£M}_3$   $\cdot$  termijndeposito's met een langere oorspronkelijke looptijd dan twee jaar + geldmarktpapier in handen van het publiek + tegoeden van het publiek bij spaar- en hypotheekbanken  $\cdot$  geldmarktpapier in bezit van hypotheekbanken.

Zie voor een totaal overzicht van alle aggregaten: Bank of England, *Quarterly Bulletin*, maart 1984, blz. 79.

3) Zie Bank of England, *Quarterly Bulletin*, december 1984, blz. 453.

men er slechts twee aanvaardbaar, te weten rentepolitiek enerzijds en schuldbeleid en begrotingsbeleid anderzijds. Directe kredietbeheersing was in strijd met de vrije marktgedachte van mevrouw Thatcher. Bovendien werd de effectiviteit van dergelijke maatregelen betwijfeld, nadat in 1979 de deviezencontrole werd afgeschaft. Directe beheersingsmaatregelen en ratio's ter beïnvloeding van kredietverlening werden dan ook tijdens de eerste tweeënehalf jaar van het kabinet-Thatcher afgeschaft of opgeschort.

### Rentepolitiek

Hoewel de regering-Thatcher wel van mening was dat de monetaire autoriteiten in voorkomende gevallen de rente moeten kunnen sturen, wenste men de rentevorming zoveel mogelijk over te laten aan de marktkrachten. Daarom werd in augustus 1981 het officiële disconto, de „Minimum Lending Rate” (MLR) afgeschaft. Sinds de afschaffing van de MLR gaat alle aandacht omtrent de korte rente uit naar de (sinds 1971 bestaande) „base lending rates” van de particuliere banken. Base lending rates vormen de basis voor de vaststelling van de tarieven door de banken. In de praktijk echter ontstond er door omvangrijke verkopen van overheidspapier in 1982 een voortdurend tekort op de geldmarkt, hetgeen door de Bank of England gecompenseerd werd door „commercial bills” van de banken te kopen. De Bank of England bezit momenteel „bills” ter waarde van ruim £ 12 mrd. Aangezien dit papier een korte looptijd heeft (max. 13 weken), moet de Bank of England per week £ 1 mrd. à £ 2,5 mrd. in de geldmarkt pompen om de liquiditeit van de banken op peil te houden. Dagelijks schat de Bank of England hoeveel er nodig is, hetgeen vervolgens in twee sessies op de geldmarkt wordt gebracht. De tarieven waartegen dit gebeurt, de „dealing rates” (deze variëren naar gelang de looptijd van het papier), spelen uiteraard een sleutelrol bij de vaststelling van de „base rates” 4) door de banken.

In wezen beïnvloedt de Bank of England daardoor de korte rentestand nog steeds zeer sterk. Wanneer de Bank of England de „dealing rates” verandert, reageren de banken met een verandering van de „base rate”. Op deze wijze dwingen de monetaire autoriteiten toch door hen gewenste wijzigingen van de korte rente af. Soms komt het voor dat de banken de Bank of England voor zijn. Zij anticiperen dan op een verandering van de dealing rates en handelen wellicht na overleg met de Bank of England.

### Het rentewapen en geldgroei-beheersing

Direct na de ambtsaanvaarding van de regering-Thatcher in 1979 kwam de geldgroei boven de doelstellingszone, waarop gereageerd werd door een verhoging van de MLR van 12% naar 14% in juni en vervolgens 17% in november. Pas in november

1980 was de MLR weer 14% (in juli was hij verlaagd tot 16%) hoewel de groei van £M<sub>3</sub> boven de doelstelling bleef. Mede als gevolg van deze hoge rente (maar ook door sterke toename van de olie-uitvoer bij een stijgende olieprijs) apprecieerde het pond sterling krachtig, waardoor de concurrentiepositie van het Britse bedrijfsleven aanzienlijk verslechterde. Dit heeft ook bijgedragen aan de sterke recessie in 1981 in het VK.

Men trok lering uit deze gebeurtenissen. De ontwikkeling van de rente stond in 1981 in het teken van het wisselkoersbeleid. In maart 1981 werd de MLR verlaagd – ondanks het feit dat de geldgroei buitensporig was – met het doel de appreciatie van het pond af te remmen (tussen januari 1980 en februari 1981 steeg de nominale effectieve wisselkoers van het pond met meer dan 15%, terwijl de Britse inflatie 18% bedroeg, tegen 12,9% in de gehele OECD). In de periode november 1981 tot juli 1982 overschreed de geldgroei de doelstellingszone nog steeds. Toch werd ook toen in een aantal stappen de „base rate” verlaagd (de „Minimum Lending Rate” was, zoals genoemd, afgeschaft). Toen de ontwikkeling van £M<sub>3</sub> na juli 1982 binnen de doelstellingszone bleef, volgde er een verdere daling van de „base rate”, dit keer wel overeenkomstig de monetaristische visie. Dit leidde onder andere tot een welkome depreciatie van het pond in de tweede helft van 1982. Aangezien de depreciatie zich in januari 1983 versneld voortzette, werd de „base rate” weer verhoogd. Nadat het dieptepunt van de pondkoers in maart geseaserd was, volgden weer „base rate”-verlagingen, hoewel de geldgroei toch boven de doelstelling kwam te liggen. Pas gedurende de laatste vier maanden van 1983 bleef de stijging van £M<sub>3</sub> binnen de gestelde grens en aangezien het pond stabiel was, kon de „base rate” een half procentpunt verlaagd worden.

De eerste helft van 1984 liet een geldgroei zien, die rond de bovengrens van de doelstellingszone bewoog. Gezien het omvangrijke financieringstekort van de over-

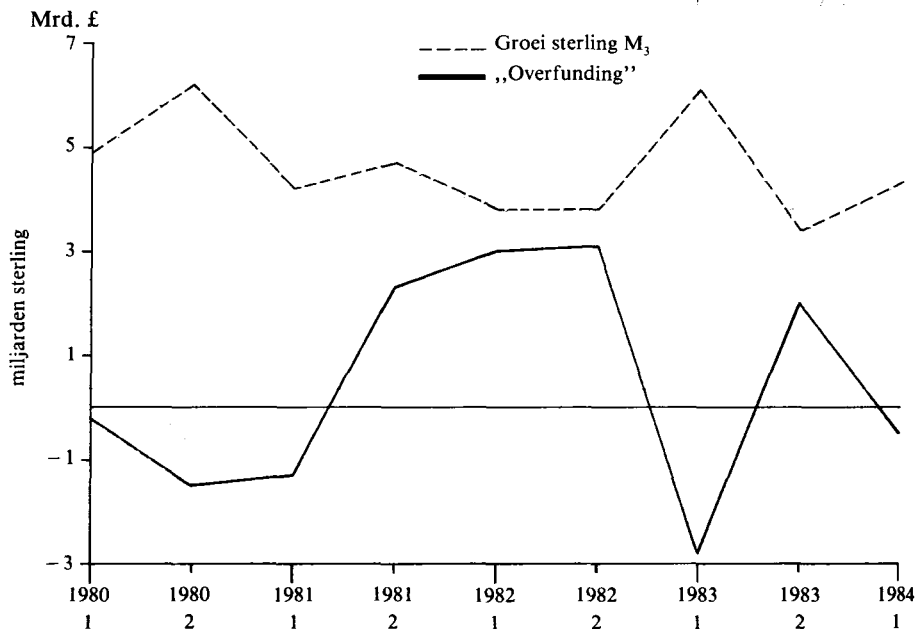
heid in die maanden werd dit echter positief geïnterpreteerd en werd een daling van de „base rate” ingezet. Hieraan kwam abrupt een einde toen in juli het pond onder zware druk kwam als gevolg van stakingen. De „base rate” werd weer verhoogd. Toen de druk op het pond afnam, kon na medio augustus de „base rate” weer verlaagd worden. In januari 1985 kwam het pond echter opnieuw onder druk en terwijl de geldgroei niet buitensporig was, werd de „base rate” verhoogd in een aantal stappen van 9,5% tot 14%! De Bank of England voerde zelfs voor één dag de MLR in, als teken zich tegen verder koersverlies tot het uiterste te zullen verzetten. Deze sterke stijging van de korte rente ondersteunde het pond, te zamen met de teruggekeerde rust op het gebied van de olieprijsen. Indien deze rust gehandhaafd blijft, mag dan ook op een geleidelijke afbouw van de „base rate” gedurende de komende maanden worden gerekend.

Geconcludeerd kan worden dat het rentewapen alleen dan in het kader van de geldgroei-beheersing gebruikt wordt wanneer dat geen gevaar oplevert voor de wisselkoers. De periodes waarvoor dat geldt zijn echter beperkt. Veelal gebruikt men de rente om ongewenste wisselkoersschommelingen te voorkomen, in plaats van de geldgroei te beperken, bevreesd als men is voor inflatoire druk van een snel depreciërend pond en de negatieve effecten van een appreciërend pond op de groei en de werkgelegenheid.

### Schuldpolitiek en begrotingsbeleid

Naast rentepolitiek worden schuldpolitiek en begrotingsbeleid gebruikt om de geldgroei te beheersen. Vergelijkbaar met

4) Hoewel elke bank een eigen „base lending rate” heeft, wordt meestal gesproken over „de base rate”, daar de „base rates” van de grootste banken meestal gelijk aan elkaar zijn. Gedurende korte perioden wijken ze echter wel eens van elkaar af, doch slechts marginaal.



de monetaire analyse van DNB geldt in Britse statistieken als identiteit:

$\text{£M}_3 = \text{PSBR} \text{ } \text{"/-} \text{ verkoop van langlopend overheidspapier aan de particuliere non-banksector + kredietverlening door banken } \text{"/-} \text{ door banken aangetrokken lange gelden + netto geldstroom uit het buitenland.}$

Uit hoofde hiervan is de ontwikkeling van de PSBR ingepast in het streven de geldgroei te beheersen. Deze inpassing, plus het aangeven van groeipaden voor  $\text{£M}_3$  en de PSBR vormen de „Medium Term Financial Strategy”, een nieuwtje van de regering-Thatcher. In het kader van het beheersen van de geldgroei poogt men, naast het reduceren van de PSBR, ook meer langlopend overheidspapier bij de particuliere non-bank-sector te plaatsen dan nodig is om de PSBR te financieren 5). Deze techniek staat bekend als „overfunding”.

Aangezien voor de plaatsing van al het overheidspapier de primaire markt te klein is, maar er wel sprake is van een omvangrijke secundaire markt, gebruikt men het zogenaamde „tap-systeem”. Dit systeem werkt als volgt. Het bedrag van een staatslening, evenals de coupon en de uitgiftekoers maakt men reeds voor inschrijving bekend. Het deel van de staatslening dat onverkocht blijft, blijft in handen van de Bank of England, die het papier vervolgens geleidelijk probeert te verkopen op de secundaire markt.

Zoals uit de figuur is af te lezen, heeft „overfunding”, althans na de eerste helft van 1981, een niet onbelangrijke rol gespeeld bij de beheersing van de geldgroei. Dit instrument was nodig omdat het wapen van de korte rente minder geschikt bleek. Hierbij zij nog opgemerkt dat de „underfunding” tijdens de eerste helft van 1983 en 1984 te wijten is geweest aan het ongevoel grote financieringstekort in de eerste helft van die jaren. Definitieve cijfers over de gehele tweede helft van 1984 zijn nog niet beschikbaar, maar er mag op omvangrijke „overfunding” worden gerekend.

Toch is ook „overfunding” niet vrij van problemen. Het heeft onvermijdelijk een verkrappende invloed op de kapitaalmarkt en brengt derhalve een mogelijk niet altijd gewenste opwaartse druk op de lange rente teweeg (50-75% van de staatsleningen komt bij institutionele beleggers terecht) 6). Op wat langere termijn kan dit nadelige consequenties hebben voor de economische ontwikkeling. Daarnaast kunnen mogelijkheden van „overfunding” door marktomstandigheden worden beperkt. In een markt met stijgende rentevoeten is het plaatsen van een omvangrijke (staats)lening vaak niet goed mogelijk. Dit belemmert een evenwichtige dosering van de „overfunding” sterk. Een ander bezwaar dat kleeft aan omvangrijke „overfunding”, betreft de toename van rentelasten als gevolg van „overfunding”. Sinds men serieus geprobeerd heeft met behulp van deze techniek de groei van de geldhoeveelheid te beheersen vanaf de tweede helft van 1981, is er in het totaal tot medio 1984 ter

Tabel. De financiële strategie voor de middellange termijn (MTFS)

Procentuele groei $\text{£M}_3$									
opgesteld in:	80/81	81/82	82/83	83/84	84/85	85/86	86/87	87/88	88/89
Doelstelling d.d.									
- maart 1980	7-11	6-10	5-9	4-8					
- maart 1981		6-10	5-9	4-8					
- maart 1982			8-12	7-11	6-10				
- maart 1983				7-11	6-10	5-9			
- maart 1984					6-10	5-9	4-8	3-7	2-6
Feitelijke ontwikkeling	19,4	12,8	11,2	10,1	10 a)				

PSBR in procenten bbp									
Doelstelling d.d.	80/81	81/82	82/83	83/84	84/85	85/86	86/87	87/88	88/89
- maart 1980	3,75	3	2,25	1,5					
- maart 1981	6	4,25	3,25	2					
- maart 1982	5,7	4,25	3,5	2,75	2				
- maart 1983		3,5	2,75	2,75	2,5	2			
- maart 1984			3,3	3,25	2,25	2	2	1,75	1,75
Feitelijke ontwikkeling	5,7	3,4	3,3	3,25	2,6 a)				

Bron: OECD, *United Kingdom*, Economic Surveys, januari 1985, tabel 1.

a) Voorlopige schatting.

waarde van £ 7,1 mrd. meer lang geleend van de non-bank-sector dan nodig was om de PSBR te financieren. Aangezien dit geld vanwege de aard van „overfunding” ongebruikt in de kluis dient te blijven liggen, levert het geen inkomsten op. De jaarlijkse rentelasten van dit bedrag bedroegen medio 1984 derhalve ca. £ 700 mln. Dit is bij voorbeeld een kleine 10% van het aanvankelijk voor 1984/1985 geplande overheidstekort van £ 7,25 mrd. Langdurige omvangrijke „overfunding” leidt derhalve tot stijgende rentelasten, die het terugdringen van de PSBR op wat langere termijn kunnen bemoeilijken.

## Resultaten

De tabel laat zien in hoeverre de Britse monetaire autoriteiten erin zijn geslaagd de groei van  $\text{£M}_3$  binnen de doelstellingszones te houden. Het blijkt dat de doelstellingen aanvankelijk ruim werden overschreden. Sinds 1982 is de geldgroei binnen de herziene zones gebleven, zij het steeds tegen de bovenste grens van de zones aan.

## Conclusie

Toen de regering-Thatcher in het zadel kwam, maakte zij luid en duidelijk bekend dat zij de geldgroei wilde beperken om de inflatie te bestrijden ten einde voorwaarden voor blijvende economische groei te scheppen. Rente- en schuldbeleid werden al snel aangewezen als instrumenten. Het gebruik van het eerste instrument bleek echter te veel problemen met betrekking tot de wisselkoersontwikkeling teweeg te brengen, zodat het ter beïnvloeding van de geldhoeveelheid niet veelvuldig gebruikt kon worden. Schuldbeleid in de vorm van „overfunding” heeft wel bijgedragen tot beperking van de groei van  $\text{£M}_3$ , maar van enige „fine tuning” is hoegenaamd geen sprake. Bovendien lijkt het ook geen instrument waarvan men zich lange tijd op grote schaal kan bedienen zonder andere doelstellingen (in casu het verminderen van de PSBR) in gevaar te brengen.

Derhalve lijkt de conclusie gerechtvaardigd dat het beleid gericht op geldgroei-beheersing in het VK geen overdonderend succes is geweest. Desondanks is de inflatie wel sterker gedaald dan in de OECD als geheel. Mogelijk moet voor een volledige verklaring van deze daling meer naar reële factoren worden gekeken. In dit verband wordt vaak geopperd dat het monetaire beleid via hoge rentestanden een appreciatie van het pond en een recessie heeft afgedwongen, als gevolg waarvan de inflatie is gedaald; dus toch het monetaire beleid? Aangenomen moet echter worden dat het niet de bedoeling van de monetaire autoriteiten kan zijn geweest om vermindering van het inflatietempo tegen de kosten af te dwingen die nu veroorzaakt zijn.

De problemen met betrekking tot het instrumentarium van het monetaire beleid hebben de intenties van het regeringsbeleid zeker niet beïnvloed. Niet zelden is de duidelijkheid omtrent deze intenties van even groot belang als de kwaliteit van het instrumentarium.

J.L.M. de Jong

5) Ook probeert men de besparingen te bevorderen, maar dat werkt via sterke vertragingen en blijft in omvang geringer dan staatsleningen.

6) CSO, *Financial Statistics*, november 1984, blz. 33, tabel 3.5.