



Geldvraag en vermogen in de Europese Unie

Auteur(s):

Vanthoor, W.F.V.

Winder, C.C.A.

*De auteurs zijn verbonden aan de afdeling Wetenschappelijk Onderzoek en Econometrie van De Nederlandsche Bank.***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4122, pagina 744, 1 oktober 1997

Rubriek:**Trefwoord(en):**

monetaire, economie

De geldhoeveelheid neemt al geruime tijd opvallend toe. Toch is de inflatie gering. Op zoek naar een verklaring.

De raad van bestuur van de volgend jaar op te richten Europese Centrale Bank (ECB) zal voor de start van de derde fase van de EMU op 1 januari 1999 een beslissing moeten nemen over de te voeren monetaire beleidsstrategie. In het Verdrag van Maastricht is vastgelegd dat prijsstabiliteit de finale doelstelling van het gemeenschappelijke monetaire beleid zal zijn.

De actuele discussie betreft de vraag of een geldhoeveelheidsbeleid dan wel een beleid dat zich rechtstreeks richt op de inflatiedoelstelling, gekozen moet worden¹. De keuze van de strategie zal cruciaal zijn voor de presentatie van monetaire beleidsmaatregelen en daarmee direct van invloed zijn op de mate van transparantie van het beleid van de ECB en de mate waarin zij verantwoordelijk gesteld kan worden voor ongewenste ontwikkelingen.

In het verlengde hiervan raakt de strategiekeuze dus ook de toekomstige geloofwaardigheid van de ECB. Aspecten als transparantie en geloofwaardigheid zullen daarom zwaar meewegen bij de strategie-keuze. Daarnaast vormt de effectiviteit van beide strategieën om de finale doelstelling van prijsstabiliteit te verwezenlijken een belangrijk selectiecriteria. Een van de voorwaarden voor een effectief geldhoeveelheidsbeleid is dat de vraag naar geld op redelijk stabiele wijze samenhangt met de determinanten van het aanhouden van liquide middelen². De theorie van de vraag naar geld biedt een handzaam raamwerk om deze samenhang te analyseren.

Theorie van vraag naar geld

De theorie van de vraag naar geld is het klassieke voorbeeld uit de monetaire econometrie en speelt vanouds een belangrijke rol in de monetaire beleidsanalyse³. Een mijlpaal in de historie van de theorievorming omtrent de geldvraag vormt de quantiteitstheorie van Fisher, doorgaans samengevat als $MV = PT$, die stelt dat de nominale transactieomvang PT bij een gegeven omloopsnelheid V de gewenste geldhoeveelheid bepaalt. In de hierop aansluitende Cambridge-variant van onder andere Marshall, Pigou en Robertson ($M = kPT$) wordt expliciet aandacht gegeven aan geld als bestanddeel van het vermogen, waarbij de waarde van de voor deze theorie befaamde kasquote k in beginsel afhankelijk is van de rente. Een belangrijke stap in de theorievorming omtrent de geldvraag vormde Keynes' analyse met de drie beroemde motieven voor het aanhouden van liquide middelen: het transactie-, speculatie- en voorzorgsmotief. Dit resulteert in het inkomen, de rente en het vermogen als determinanten van de geldvraag, waarbij uit praktische overwegingen het vermogen doorgaans genegeerd werd in empirische analyses.

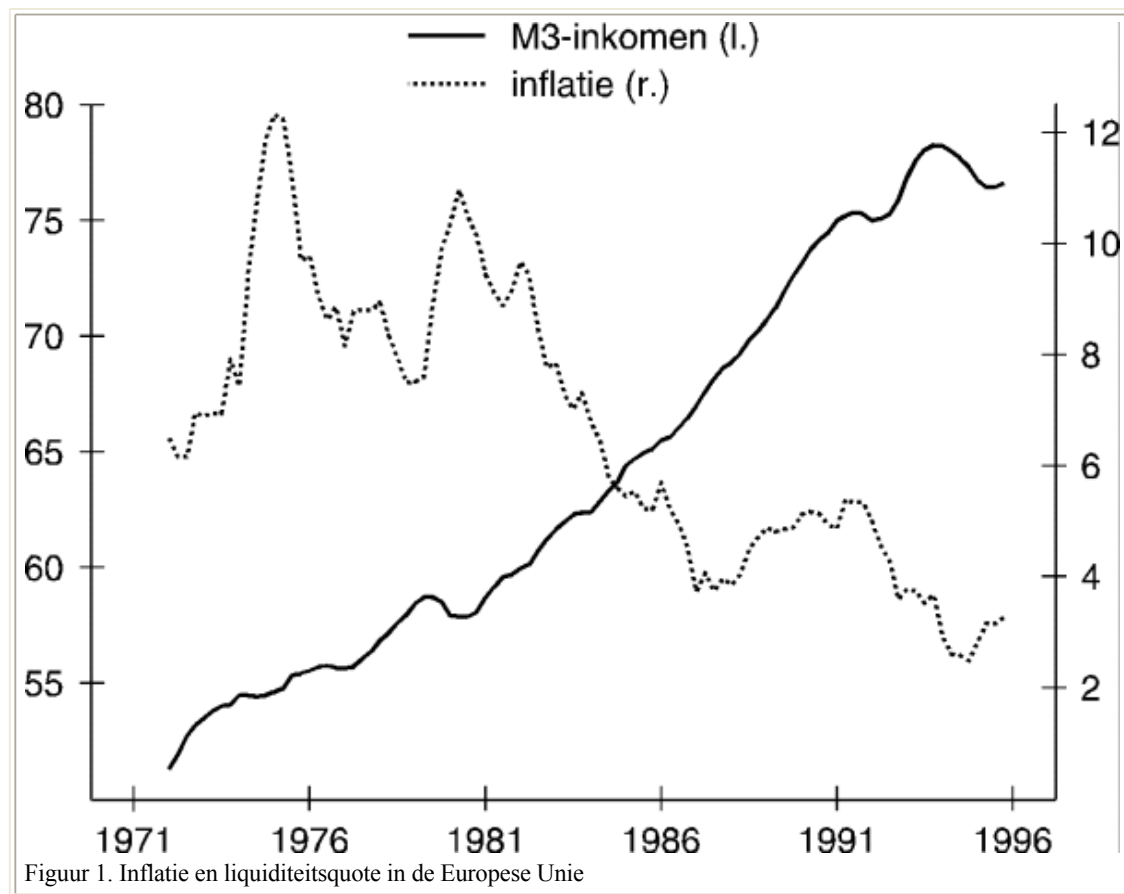
Friedman herformuleerde Fishers quantiteitstheorie en bezag de geldvraag als speciaal geval van de vraag naar goederen en diensten. De vraag naar geld is in deze optiek een vergelijking uit een algemeen stelsel vraagvergelijkingen. Deze invalshoek sluit derhalve goed aan bij de zogenoemde portefeuillebenadering van bijvoorbeeld Tobin, die expliciet rekening houdt met de restricties voortvloeiende uit het feit dat het vermogen in enig fysiek of financieel activum moet neerslaan. Geld vormt hierbij het meest liquide financiële activum in het totaal aan activa. In Friedmans quantiteitstheorie en de portefeuillemodellen speelt het vermogen - naast het inkomen - een centrale rol ter verklaring van de vraag naar geld. Omdat Friedman bovendien reële activa als substituut voor financiële activa beschouwt, vormt de inflatie eveneens een determinant van de vraag naar geld. Een derde onderscheidend element is dat Friedman in beginsel alle rentevoeten van de beschouwde financiële activa van belang acht. Uit praktische overwegingen is in empirische studies de rentestructuur meestal vertegenwoordigd door opnemingen van de korte en lange rente als determinanten van de geldvraag.

Monetaire ontwikkelingen

Een opvallend monetair verschijnsel in veel Europese landen waaronder Nederland, is dat de geldhoeveelheid als centrale monetaire beleidsgrootte aan belang heeft ingeboet. Deze ontwikkeling staat niet los van het feit dat de beheersbaarheid van de geldhoeveelheid geringer is geworden als gevolg van onder andere de liberalisering van het internationale kapitaalverkeer en de verschuivende aandacht naar de wisselkoers als monetaire beleidsanker. Hiernaast en wellicht hiermee samenhangend laten Nederland en tal van andere landen een forse monetaire expansie zien. Deze verruiming heeft zich vooral gemanifesteerd bij de ruim gedefinieerde monetaire aggregaten als bijvoorbeeld $M3$ - de som van chartaal en giraal geld, termijndepositos, vreemde valutategoeden en kortlopend spaargeld. Het nauw afgebakende geldbegrip $M1$ - de som van chartaal en giraal geld - heeft zich daarentegen betrekkelijk gematigd ontwikkeld, al is in verschillende landen waaronder Nederland $M1$ ook sterk toegenomen⁴. Voor de Europese Unie (EU) als geheel is de groei van $M3$ beduidend hoger uitgekomen dan die van het nominale EU-inkomen. Dit heeft geleid tot een forse stijging van de voor de gehele EU van

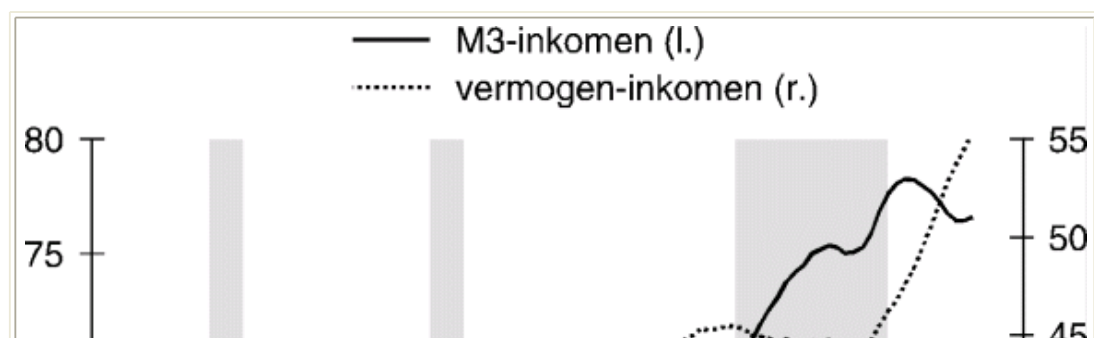
toepassing zijnde M3-quote, de verhouding tussen M3 en het nominale inkomen d.w.z. de reciproke van de omloopsnelheid. Volgens de monetaristische visie op inflatie zou deze monetaire expansie tot een opwaartse druk op het inflatiepeil hebben moeten leiden. De feitelijke inflatie is in de jaren tachtig echter fors gedaald ten opzichte van de hoge niveaus in de jaren zeventig.

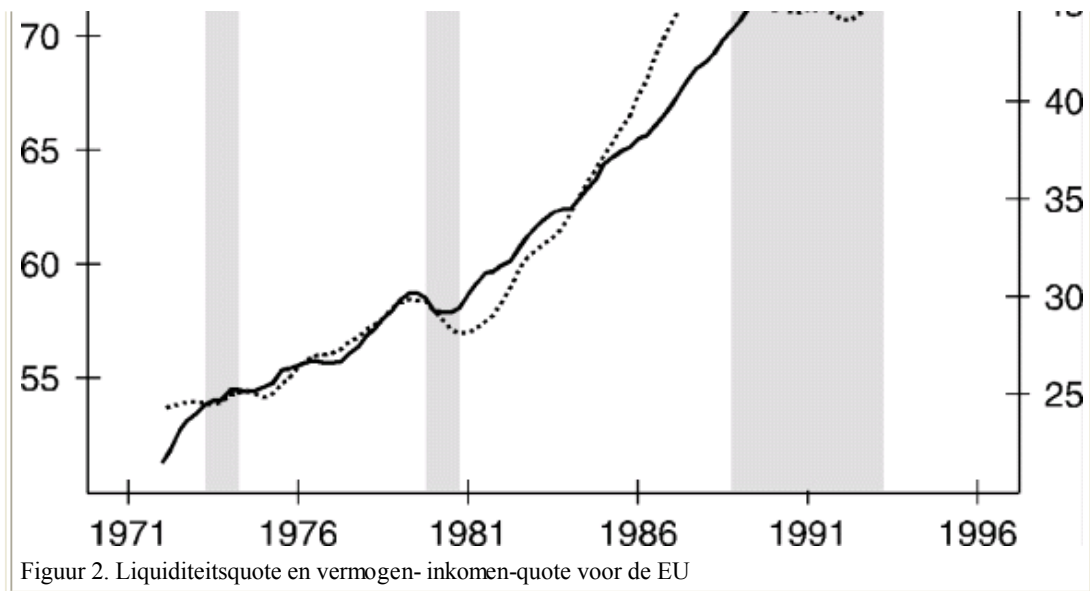
Ter illustratie geeft [figuur 1](#) voor de EU als geheel het beloop van de inflatie alsmede de M3-quote sinds begin jaren zeventig. De inflatie is na het gemiddeld hoge niveau van circa acht a negen procent gedurende de jaren zeventig, in de eerste helft van de jaren tachtig fors gedaald om vanaf eind jaren tachtig te stabiliseren rond een niveau van circa vier procent. De M3-quote is gedurende de hier beschouwde periode echter continu gestegen, waarbij de stijging van de quote in de jaren tachtig licht versnelde ten opzichte van de jaren zeventig. De laatste jaren lijkt zich een stabilisering van de M3-quote af te tekenen. Al met al is de M3-quote gestegen van een niveau van iets boven de vijftig procent in het begin van de jaren zeventig tot een waarde van haast tachtig medio jaren negentig. De liquiditeitsmassa is daarmee over de afgelopen 25 jaren circa vijftig procent sterker toegenomen dan het nominale EU-inkomen. Voor een juiste inschatting van de effectiviteit van een door de ECB te voeren geldhoeveelheidsbeleid is het gewenst een economische verklaring te hebben voor deze haaks op elkaar staande ontwikkelingen van de liquiditeitsmassa en inflatie.



Naar een verklaring

In het licht van de hierboven besproken economische theorieën over de vraag naar geld zou het beloop van de geldvraagdeterminanten een verklaring moeten bieden voor bovenstaande paradox. Aangezien de inflatie en kapitaalmarkt-rente in de jaren tachtig zijn gedaald ten opzichte van de jaren zeventig zou de liquiditeitsvoorkeur toegenomen zijn, omdat de opportuniteitskosten van het aanhouden van liquide middelen lager zijn geworden. Dit kan de wel zeer forse monetaire expansie echter niet op afdoende wijze verklaren, mede omdat de geldmarktrente, die een maatstaf is voor de opbrengst van het aanhouden van liquide middelen, eveneens is gedaald. Recent onderzoek op de Bank geeft aan dat de ontwikkeling van de financiële vermogens een plausibele verklaring biedt⁵. Ter illustratie geeft [figuur 2](#) het beloop van de liquiditeitsquote en de verhouding tussen het vermogen en het inkomen, waarbij de gearceerde blokken de perioden met een inverse rentestructuur - d.w.z. een korte rente die hoger is dan de kapitaalmarktrente - aangeven. Het blijkt dat het financiële vermogen in de jaren tachtig zeer sterk is toegenomen en dat de stijging van het vermogen ten opzichte van het inkomen redelijk in de pas loopt met de stijging van de liquiditeitsquote. [figuur 2](#) toont een stabilisatie van de verhouding tussen het vermogen en het inkomen gedurende de periode 1987-1993, terwijl de liquiditeitsquote een verdergaande stijging vertoont. De omgekeerde rentestructuur in deze jaren biedt een verklaring voor dit fenomeen, doordat het vanwege de omgekeerde rentestructuur aantrekkelijk was om kapitaalmarktbeleggingen om te zetten in liquide activa.



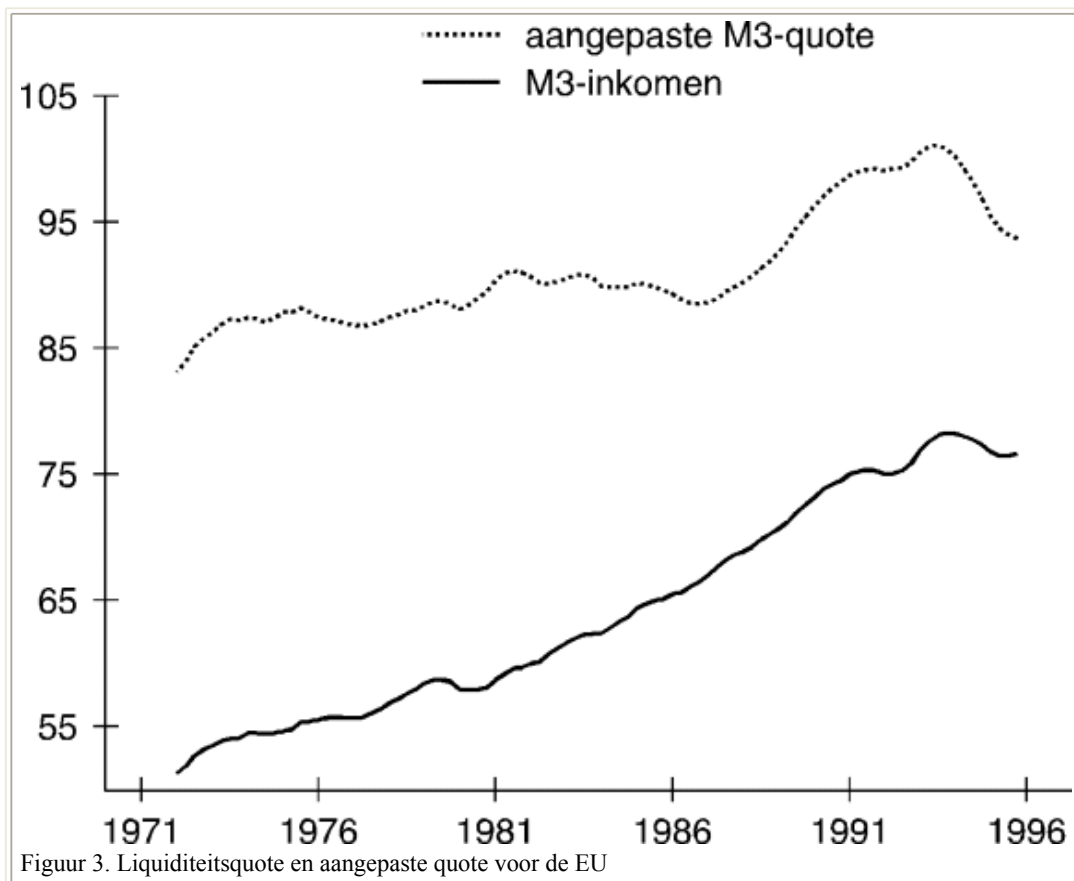


Figuur 2. Liquiditeitsquote en vermogen-inkomen-quote voor de EU

Vermogensopbouw

Het feit dat de trendmatige groei van de liquiditeitsquote goed spoort met die van de verhouding tussen het vermogen en het inkomen geeft aan dat de vermogensontwikkeling - conform Friedmans quantiteitstheorie en de portefeuillemodellen - een belangrijke oorzaak van de monetaire expansie is geweest. De sterke stijging van M3 kan aldus toegeschreven worden aan beleggingsoverwegingen. De liquiditeitsaanwas hangt derhalve samen met een toeneming van de vraag naar beleggingsliquiditeiten. Een econometrische analyse wijst op een substantiële invloed van het vermogen op de geldvraag⁶. Als schatting van de vermogenselasticiteit van de vraag naar geld resulteert een waarde van 0,35, terwijl voor de inkomenselasticiteit een schatting van 0,65 volgt.

Verdiscontering van de invloed van het vermogen op de geldvraag leidt tot de conclusie dat de monetaire expansie gedurende de hier beschouwde periode zeer gematigd is geweest. Ter illustratie geeft [figuur 3](#) het beloop van de liquiditeitsquote en die van een alternatieve maatstaf, waarbij de liquiditeitsmassa geschaald is met het gewogen gemiddelde van het inkomen en het vermogen, met de bovengenoemde inkomens- en vermogenselasticiteiten als gewichten. Deze alternatieve quote is in tegenstelling tot de liquiditeitsquote nagenoeg constant sinds begin jaren zeventig. In de periode 1987-1993 doet zich een lichte stijging voor, die samen lijkt te hangen met de in het voorgaande gememoreerde omgekeerde rentestructuur in deze jaren. Volgens deze alternatieve maatstaf heeft de liquiditeitsmassa zich in lijn met het gewogen gemiddelde van het inkomen en het vermogen ontwikkeld, zodat de monetaire expansie niet excessief is geweest. Dit vormt een rechtvaardiging - en wellicht verklaring - voor de terughoudende beleidsreacties van de monetaire autoriteiten op de in de jaren tachtig vertoonde sterke groei van de liquiditeitsmassa.



Figuur 3. Liquiditeitsquote en aangepaste quote voor de EU

Besluit

In het voorgaande is beargumenteerd dat de sterke groei van de financiële vermogens een verklaring biedt voor de forse stijging van de liquiditeitsmassa in de EU. Verdiscontering van de invloed van het vermogen op de geldvraag geeft aan dat de monetaire expansie in de EU als geheel beperkt is geweest, hetgeen spoort met de gematigde inflatie-ontwikkeling in de jaren tachtig, en dat de liquiditeitsquote een vertekend beeld van de onderliggende monetaire ontwikkeling heeft gegeven doordat de liquiditeitsaanwas in overwegende mate samenhangt met de gestegen vraag naar beleggingsliquiditeiten en niet zozeer met een toeneming van middelen uit hoofde van transactieoverwegingen ⁷.

Desondanks kan niet genegeerd worden dat het vermogen een toekomstig bestedingspotentieel vormt. De ontwikkelingen sinds begin jaren tachtig geven aan dat deze middelen niet op grote schaal voor bestedingsdoeleinden zijn aangewend. De kans dat dit in de nabije toekomst zal gebeuren lijkt evenmin groot. Demografische factoren als de vergrijzing van de bevolking en overheidsmaatregelen gericht op versoering van het stelsel van de sociale zekerheid, zullen waarschijnlijk tot verdere vermogensopbouw aanleiding geven. Aangezien het vermogen echter aangewend kan worden voor bestedingsdoeleinden ligt het voor de hand dat de monetaire autoriteiten de vermogensontwikkeling nauwgezet zullen volgen. Ook indien het vermogen niet op grote schaal gebruikt wordt ter financiering van actuele bestedingen, is het voor een adequate beoordeling van de monetaire ontwikkelingen echter noodzakelijk om de vermogensontwikkeling in de monetaire analyse te betrekken, omdat het vermogen substantiële invloed heeft op de vraag naar liquide middelen. Om die reden zal de ECB, mocht zij kiezen voor een geldhoeveelheidsbeleid, de ontwikkeling van het vermogen eveneens in haar analyses moeten betrekken

¹ Zie bijvoorbeeld J.M. Groeneveld, K.H.W. Knot en A.A.T. Wesseling, [De monetaire beleidsstrategie van de ECB](#), *ESB*, 17 juli 1996, blz. 618-621.

² Een andere belangrijke voorwaarde voor een effectief geldhoeveelheidsbeleid is dat de geldhoeveelheid voldoende beheersbaar is met het de ECB ter beschikking staande monetaire beleidsinstrumentarium.

³ Voor een overzicht zie bijvoorbeeld M.M.G. Fase, In search for stability: an empirical appraisal of the demand for money in the G7 and EC countries, *De Economist*, 1994, blz. 421-454.

⁴ Zie bijvoorbeeld M.M.G. Fase en C.C.A. Winder, Wealth and the demand for money: empirical evidence for The Netherlands and Belgium, *De Economist*, 1996, blz. 569-589.

⁵ Zie M.M.G. Fase en C.C.A. Winder, Wealth and the demand for money in the European Union, *DNB-Staff Reports*, 1997, nr. 6.

⁶ Zie voetnoot 5.

⁷ Een alternatieve manier om beleggingsoverwegingen expliciet in de analyse te betrekken behelst de constructie van zogenoemde Divisia-aggregaten. Bij deze aggregaten wordt gecorrigeerd voor de verschillen in liquiditeit tussen de vermogenstitels die onderdeel uitmaken van de liquiditeitsmassa, zodat in beginsel een adequatere maatstaf voor de omvang van de liquide middelen voor transactiedoeleinden wordt verkregen. Het beloop van de Divisia-aggregaten in de EU geeft eveneens aan dat sinds begin jaren tachtig geen excessieve monetaire expansie is opgetreden. Zie M.M.G. Fase en C.C.A. Winder, 1994, De geldhoeveelheid in de EMU: een analyse met de Divisia-maatstaf, De Nederlandsche Bank, *Kwartalbericht*, september, blz. 27-58.