

Het Jaarverslag 1988 van De Nederlandsche Bank

De wisselkoers tussen gulden en Duitse mark is al zes jaar stabiel. Daarmee is het externe monetaire beleid een succes. De keerzijde hiervan is dat een binnenlands anti-inflatiebeleid in ons land nauwelijks meer mogelijk is. In dit artikel wordt dit monetaire dilemma besproken. Daarnaast gaat de auteur in op enkele andere 'topics' uit het onlangs verschenen Jaarverslag 1988 van De Nederlandsche Bank.

PROF. DR. E.J. BOMHOFF*

Inleiding

Zoals gebruikelijk begint het Jaarverslag van De Nederlandsche Bank met een 'Algemeen Overzicht', waarin president Duisenberg zijn visie geeft op het Nederlandse en internationale financiële beleid. Daarna volgen details over het afgelopen jaar en ten slotte komen de officiële jaarstukken en een uitgebreide Statistische Bijlage. In het Jaarverslag komen zoveel verschillende onderwerpen aan de orde, dat ik mijn commentaar ook puntsgewijs wil ordenen. Achtereenvolgens komen aan de orde het 'Algemeen Overzicht' van de president, de nieuwe activiteiten van de Bank op de Nederlandse kapitaalmarkt, het Nederlandse inflatiebeleid, de Europese monetaire integratie, de kredieten van Nederlandse banken aan ontwikkelingslanden en de personeelskosten van De Nederlandsche Bank zelf.

Algemeen Overzicht

Sinds een paar jaar verschaft De Nederlandsche Bank de lezers van het Jaarverslag de service om in de marge van iedere pagina met een paar steekwoorden aan te geven wat de grote lijn van het betoog is. Alleen in de meer persoonlijke samenvatting van de president ontbreken de steekwoorden, zodat daar 40% van de bladspiegel blank blijft en de lezer geen woord van de wel bedrukte 60% kan overslaan. De schrijfstijl van de president zou er mijns inziens op vooruitgaan wanneer dr. Duisenberg niet langer zou terugdeinzen voor het gebruik van de eerste persoon enkelvoud (of de pluralis majestatis). Het vermijden van "ik" of "wij" leidt tot krampachtig proza: "Te overwegen ware de aanbevelingen te beschouwen als een interim-versterking", "Met het voorgaande moge ook duidelijk zijn geworden dat (...) niet meer verwacht kan worden dan dat...", "Als stappen op de weg naar (...) kan worden gedacht aan verdere intensivering van de samenwerkingsvormen op de beleidsterreinen..."

De inhoud is uiteraard belangrijker dan de vorm. Dan vallen twee zaken op. In de eerste plaats de afwezigheid van een verhelderende analyse over de oorzaken van de thans oplopende inflatie; ten tweede een veel vriendelijker evaluatie van het beleid van de Nederlandse overheid.

President Duisenberg is duidelijk genoeg over de verantwoordelijkheid van het monetaire beleid om geldontwaarding zo goed mogelijk te voorkomen. Verschillende passages in zijn Algemeen Overzicht handelen over het "tijdig bijsturen" van de huidige inflatoire ontwikkeling. Met recht wijst hij erop dat de kosten van een anti-inflatiebeleid des te hoger worden naarmate de inflatie verder is opgelopen en de verwachtingen van een stijgende inflatie zich stelliger hebben gevormd. Ook schrijft hij dat de monetair autoriteiten de eerste verantwoordelijkheid hebben om de geldontwaarding tegen te gaan.

Duidelijke taal dus over het voorkomen van een verder oplopen van de inflatie en de wenselijkheid van een terugkeer tot de ongeveer stabiele prijzen van 1986-1988. Daarentegen is de president veel vager over de mogelijke verantwoordelijkheid van het monetaire beleid voor de inflatoire tendenties in het recente verleden. In zijn Algemeen Overzicht beschrijft hij de wereldwijd oplopende inflatie als het gevolg van hoge bezettingsgraden, optimistische verwachtingen bij de ondernemers, een meevallende ontwikkeling op de effectenbeurzen in 1988 en een krappere arbeidsmarkt. Van het monetaire beleid wordt alleen gezegd dat het de krachtige economische ontwikkeling "ruim accommodeerde"; het werd "...nog versterkt door het bewuste vieren van de monetaire teugels als monetair antwoord op de beurscrisis van oktober 1987". Onbeantwoord blijft de vraag of die "krachtige economische ontwikkeling" of de beurskrach misschien geheel of gedeeltelijk een monetaire achtergrond hebben. In dit Algemeen Overzicht is de analyse van de inflatie nogal asymmetrisch: inflatie ontstaat – om verder niet verklaarde redenen – in de zogenaamde reële sector van de economie en wordt dan in wisselende mate "geaccommodeerd" door de mone-

* Hoogleraar monetaire economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

taire autoriteiten. Inflatie is echter wel opeens een monetair fenomeen als de dag van de inflatiebestrijding is aangebroken. De opvattingen van dr. Duisenberg staan in contrast tot die van zijn voorganger, dr. Zijlstra, en trouwens ook tot veel duidelijkere uitspraken over de monetaire oorzaken van inflatie in zijn eigen eerdere jaarverslagen. Waarom worden die in dit Jaarverslag (ten onrechte) gezocht in de reële sector met een opmerkelijke onderbelichting van de monetaire achtergrond?

Prioriteiten in het monetaire beleid

Dr. Duisenberg probeert hier mijns inziens een conflict te maskeren dat in 1986 en 1987 al smeulde, maar thans bijzonder acuut geworden is. Enerzijds moet het monetaire beleid zowel in Nederland als in de grote industrielanden zorgen voor een zo stabiel mogelijk binnenlands prijspeil; anderzijds wordt van de monetaire autoriteiten gevraagd om te helpen bij het stabiliseren van wisselkoersen. Het is echter een zaak van economische logica dat met één instrument niet twee onafhankelijke doelen tegelijkertijd kunnen worden bereikt. Wie die ambitie toch koestert, zal óf moeten betogen dat de twee doelen niet onafhankelijk van elkaar zijn, óf moeten stellen dat de monetaire autoriteiten over meer dan één onafhankelijk instrument van macro-economisch beleid beschikken.

De afgelopen twee jaar bestond het conflict tussen de interne en de externe doelstelling van het monetaire beleid in potentie ook reeds. Nu is het echter actueel omdat de inflatie in de industrielanden, waaronder Nederland, zichtbaar is gaan oplopen. Daarmee rijst de vraag welke doelstelling dan prioriteit verdient: moeten de centrale banken in de eerste plaats waken over de binnenlandse inflatie, en daarbij accepteren dat wisselkoersen aanzienlijk kunnen fluctueren? Of is het beter om internationaal afspraken te maken over zoveel mogelijk stabiliteit in de wisselkoersen en moet men dan de inflatoire c.q. deflatoire consequenties van zo'n wisselkoersbeleid voor lief nemen? Dat is een lastig dilemma en als ik het goed zie geeft dr. Duisenberg er de voorkeur aan om in zijn Algemeen Overzicht een helder antwoord te vermijden.

Wat het Nederlandse monetaire beleid betreft wijst hij aan de ene kant op de nu al zes jaar stabiele wisselkoersen tussen de gulden en de Duitse mark. Die externe doelstelling van het beleid van De Nederlandsche Bank is dus voortreffelijk bereikt. Toch lijkt het alsof dr. Duisenberg niet wil accepteren dat de Nederlandse inflatie dus ongeveer gelijk moet zijn aan de Duitse inflatie. Hij spreekt over verschillende nieuwe instrumenten van monetair beleid die de vaste wisselkoers met de D-Mark niet in gevaar brengen, maar toch kunnen leiden tot een onafhankelijke afzwakking van het Nederlandse inflatietempo. Het conflict tussen de interne en externe doelstellingen van het monetaire beleid (c.q. een stabiel Nederlands prijspeil en een vaste wisselkoers met de D-Mark) lost hij schijnbaar op door het instrumentarium uit te breiden. In het onderstaande ga ik uitvoeriger in op de vraag of dit werkelijk mogelijk is.

Op mondiale schaal wil de president zijn geloof in de mogelijkheden van internationale coördinatie van monetair en fiscaal beleid niet opgeven. Toch is intussen gebleken dat politieke pogingen om de wisselkoersen tussen dollar, D-Mark en yen te stabiliseren ongewenste repercussies hebben voor het binnenlandse monetaire beleid in de participerende staten. De internationale reserves zijn in 1986 en 1987 bijzonder sterk toegenomen, zoals dr. Duisenberg zelf opmerkte in zijn Jaarverslag over 1987. Thans worden de inflatoire gevolgen van die overmatige groei van de dollarreserves duidelijk, waarmee de vraag rijst of het wel zo'n goed idee was om politieke afspraken te maken over de

wisselkoersen tussen dollar, D-Mark en yen. Dr. Duisenberg ontwijkt die discussie in zijn laatste Jaarverslag door de monetaire achtergrond van de huidige inflatoire opleving te onderbelichten. Zo kan hij vrijelijk spreken over de noodzaak van een ander monetair beleid ter bestrijding van de inflatie, zonder de vraag te stellen of een nationaal anti-inflatiebeleid in respectievelijk de Verenigde Staten, Duitsland en Japan nog wel compatibel is met politieke pogingen om de wisselkoersen op wereldschaal te stabiliseren.

Wie daarentegen meent dat de monetaire autoriteiten slechts één macro-economisch beleidsinstrument ter beschikking hebben, zal prioriteiten moeten stellen voor enerzijds het interne doel van stabiele prijzen en anderzijds het externe doel van stabiele wisselkoersen. Voor Nederland betekent dat mijns inziens een vaste wisselkoers met de D-Mark tenzij het Duitse monetaire beleid voor ons land onacceptabele inflatoire consequenties krijgt of een verzwakte concurrentiepositie van Nederland tot een devaluatie noopt. Op wereldschaal is er mijns inziens zo weinig inzicht in de evenwichtswaarden van de wisselkoersen tussen dollar, yen en D-Mark, dat op dit moment de prudente keuze is voor binnenlandse prijsstabiliteit in de grote industriële mogendheden. De vrije markt moet dan maar uitmaken wat de wisselkoersen zijn tussen dollar, D-Mark en yen.

Samenvattend had de president kunnen schrijven: "Nederland handhaafde opnieuw de vaste wisselkoers met de D-Mark. Jammer genoeg importeerde Nederland daarom de oplopende inflatie uit de Bondsrepubliek". En op wereldschaal: "Politieke pogingen om de wisselkoersen tussen dollar, D-Mark en yen te beheersen leidden in 1986 en 1987 tot een excessieve stijging van de internationale reserves. Thans blijken daarvan helaas de inflatoire consequenties". Zo'n openhartige analyse had twee vragen uitgelokt: ten eerste hoeveel De Nederlandsche Bank nog kan doen aan de Nederlandse inflatie, en ten tweede of de wisselkoersen tussen dollar, D-Mark en yen niet beter vrijgelaten kunnen worden zodat het monetaire beleid in de grote landen zich in de eerste plaats kan richten op binnenlandse doeleinden. Die essentiële discussie ontwijkt dr. Duisenberg jammer genoeg in zijn Algemeen Overzicht.

Keer ten goede in de overheidsfinanciën?

Ieder jaar wijdt het Algemeen Overzicht van de president ook aandacht aan het Nederlandse fiscale beleid. Vorig jaar schreef de president "...dat Nederland één van de weinige landen is waar sedert 1982 het financieringstekort nauwelijks is verminderd. In andere landen zijn beduidende reducties tot stand gebracht, in Zweden en Denemarken zelfs resulterend in overschotten (...). Bedacht moet worden dat de wel zeer bescheiden reductie van het financieringstekort sedert 1982 verwezenlijkt is in een periode van opgaande conjunctuur (...) in die vijf jaar is de toestand van de overheidsfinanciën maar zeer bescheiden verbeterd". Voor die toonzetting ontving de president vorig jaar de nodige kritiek, zowel in de media als vanuit de politiek. Dit jaar is de teneur opvallend vriendelijker. Hij spreekt nu over een "keer ten goede". Is er dan werkelijk zoveel veranderd tussen 1987 en 1988? Dat kan men betwijfelen, aangezien de politieke spelregels voor het budgettaire proces niet zijn gewijzigd. Nog steeds kunnen de ministers van de zogenaamde 'spending departments' een coalitie vormen die beschikt over een duidelijke meerderheid in de ministerraad. Uit de bijzonder nuttige dissertatie van Mw. Toirkens¹ blijkt dat er in Nederland in wezen in de jaren tacht-

1. José Toirkens, *Schijn en werkelijkheid van het bezuinigingsbeleid 1975-1986*, Kluwer, Deventer, 1988.

tig maar één keer is bezuinigd: met het regeerakkoord van het kabinet-Lubbers I. De laatste jaren komt er van besparingen op de overheidssector weer veel te weinig terecht, omdat het voor de meeste ministers aantrekkelijker is de financiële problematiek door te schuiven naar toekomstige generaties.

Het zou interessant zijn om te weten hoe dr. Duisenberg als oud-minister van financiën denkt over de politieke economie van het Nederlandse begrotingsbeleid. Is ook hij van mening dat collectieve besluitvorming over de omvang van de rijksbegroting, waarbij de stem van iedere minister gelijk telt, niet licht zal leiden tot wezenlijke besparingen in de collectieve sector? Uit de studie van dr. Toirkens blijkt mijns inziens duidelijk dat de ministers van de 'spending departments' alle mogelijkheden zullen aangrijpen om de voorgenomen bezuinigingen te ontlopen. Zonder sterkere bevoegdheden voor hetzij de minister-president in samenspraak met de minister van Financiën hetzij een onderraad uit de ministerraad voor het totale budget per ministerie, lijkt het mij een illusie om verregaande besparingen te verwachten zolang de economische groei nog behoorlijk aanhoudt en de uiterst bescheiden doelstelling met betrekking tot het financieringstekort dus haast pijnloos kan worden bereikt. Vereist is mijns inziens een fundamentele discussie over de procedures in het kabinet bij de vaststelling van de jaarlijkse begrotingen. Vanuit dat perspectief is er nog helemaal geen aanleiding voor de gekwalificeerde tevredenheid die thans opeens klinkt uit het Jaarverslag van De Nederlandsche Bank.

'Operation Twist' ?

DNB heeft besloten een portefeuille op te bouwen van f 3 miljard aan lange Nederlandse staatsschuld. De reden voor deze nieuwe activiteit is volgens het Jaarverslag: "In de context van het monetaire beleid wil de Bank de mogelijkheid hebben om via de signaalfunctie van verkopen uit deze portefeuille het verschil tussen de lange en de korte rente op een marktconforme wijze te beïnvloeden." In het algemeen doet dit plan denken aan thans verlaten eerdere ambities van DNB om tegelijkertijd de korte en de lange rente te beïnvloeden. Tot drie jaar geleden beweerde de Bank immers dat er een essentiële separatie zou bestaan tussen de geldmarkt en de kapitaalmarkt en dat de Bank daardoor in staat was om *en* de geldmarktrente te sturen ten behoeve van het wisselkoersbeleid *en* tegelijkertijd de lange rente te beïnvloeden voor de regulering van de liquiditeitsquote. Daarom verzette DNB zich ook tot 1986 tegen de uitgifte van staatsleningen met aflossing ineens. Zulk langlopend papier zou immers als de aflooptdatum naderbij kwam alle karakteristieken aannemen van kort papier en dus de segmentatie van geld- en kapitaalmarkt vertroebelen. Pas in 1986 gaf de Bank wat dat betreft toe aan de kritiek die stelde dat de staat zo gedwongen werd om onnodig duur te financieren, aangezien beleggers in binnen- en buitenland een duidelijke voorkeur hebben voor leningen met aflossing ineens boven leningen met gestaffelde aflossing². Bovendien – zo stelden de critici – wordt de opvatting dat er een duidelijke segmentatie bestaat tussen de geldmarkt en de kapitaalmarkt door de collega-centrale banken in Europa in het algemeen niet gedeeld, en ontvindt die opvatting ook weinig of geen steun van wetenschappelijk onderzoek.

De afkeer van de Bank tegen staatsleningen met aflossing ineens werd in 1986 plotseling opgegeven en inderdaad verminderde het rente-ecart tussen Nederlandse en Duitse langlopende leningen³. Uit de Jaarverslagen van DNB blijkt nergens dat de invoering van staatsleningen met aflossing ineens op enigerlei wijze een handicap vormt

voor het 'kleine' monetaire beleid dat gericht is op het handhaven van de vaste wisselkoers met de D-Mark. Nu komt de Bank echter met een nieuw idee om toch zowel de korte als de lange rente onafhankelijk van elkaar op korte termijn te beïnvloeden. Eventuele kritiek dat de portefeuille van f 3 miljard te klein is om werkelijk effect te hebben op de lange rente wordt bij voorbaat ontzenuwd door bij herhaling te spreken van een 'signaalfunctie'. En inderdaad, een paar weken geleden liet een signaalfunctaris van DNB voor de eerste keer aan de markt weten dat de Bank een signaal wenste af te geven en prompt daalden de rendementen op Nederlandse staatsleningen over een breed front met 15-20 basispunten.

Toch is scepsis gewettigd over het duurzame effect van zulke interventies. De economische geschiedenis kent één recent voorbeeld van pogingen om de korte en lange rente onafhankelijk van elkaar te beïnvloeden. Tijdens de regering van president Kennedy probeerden de Federal Reserve en het Amerikaanse Ministerie van Financiën tegelijkertijd de korte rente hoog te houden om uitvoer van kort kapitaal tegen te gaan en daartegenin de lange rente te laten dalen om de investeringen te stimuleren. Ten einde deze twee doelen gelijktijdig te bereiken nam de Federal Reserve lange schuld uit de markt terwijl de Treasury bovendien lange schuld aankocht ten behoeve van verschillende overheidsrekeningen. Aan de korte kant van de markt plaatste de Treasury meer schatkistpapier om zo de geldmarktrente opwaarts te beïnvloeden. Naar mijn indruk wordt deze operatie 'Twist' thans algemeen als futiel beschouwd en koesteren de Amerikaanse autoriteiten niet meer de illusie dat de korte en de lange rente twee onafhankelijke doeleinden van monetair beleid kunnen zijn. De Engelse monetaire autoriteiten hebben in het recente verleden soortgelijke pogingen ondernomen met al even weinig succes. Het is goed mogelijk dat op dagbasis de aankoop of verkoop van staatsschuld uit de portefeuille van De Nederlandsche Bank enig effect heeft op de lange rente, maar op iets langere termijn zal de lange rente toch vooral afhangen van de huidige en verwachte toekomstige korte rentestanden alsmede van diverse risicofactoren die met name wisselkoersbeleid en fiscale onzekerheid reflecteren.

Een bijkomend bezwaar tegen het bespelen van de lange markt door DNB zou nog kunnen zijn dat de al bestaande graduele verschillen tussen de positie van de grote banken en de kleinere financiële instellingen nog verder wordt geaccentueerd. Uit oogpunt van rechtsgelijkheid is het mijns inziens al niet gewenst dat er zoiets bestaat als een 'conversiecommissie', een informeel vertrouwelijk overleg tussen het Ministerie van Financiën en een aantal vertegenwoordigers van grote financiële intermediairs c.q. institutionele beleggers waar kort voor de uitgifte van een staatslening gesproken wordt over de kapitaalmarkt. De kleinere financiële instellingen en de dochters van buitenlandse banken zijn bij dat overleg bij mijn weten niet vertegenwoordigd en hebben dus een informatie-nadeel. Wanneer nu bovendien De Nederlandsche Bank actief gaat opereren op de markt van lange staatsschuld kan het moeilijk zijn om de indruk te vermijden dat de Bank bij voorkeur contact zoekt met de grote Nederlandse banken. Of stelt de Bank zich voor om de 'signaalfunctie' zo te vervullen dat alle marktpartijen op precies hetzelfde moment over dezelfde informatie kunnen beschikken betreffende de intenties van DNB? Geëist mag worden dat de Bank hier een uiter-

2. Die voorkeur wordt nog versterkt doordat opties en 'futures' nauwelijks kunnen worden geïntroduceerd op staatsleningen met aflossing via een lotingssysteem.

3. Zie bij voorbeeld E.J. Bomhoff, *Liever een gouden handdruk*, Balans, 1988, voor een nadere beschouwing over de kosten voor het Nederlandse staatsschuldbeleid van de opstelling van DNB tegen staatsleningen met aflossing ineens.

ste zorgvuldigheid in acht neemt en voorkomt dat de kleinere financiële instellingen en de dochters van de buitenlandse banken zich behandeld voelen als tweederangs marktpartijen. Dit klempt des te meer omdat het zogenaamde overleg met de 'representatieve organisaties' over mogelijke veranderingen in de instrumenten van het monetair beleid ook in feite wordt gevoerd met vertegenwoordigers van de grootste financiële instellingen⁴.

Inflatie

Kennelijk is het moeilijk voor de Bank om toe te geven dat de autonomie over de Nederlandse inflatie des te meer wordt overgedragen aan de Bundesbank in Frankfurt naarmate de markt minder rekening houdt met een toekomstige verandering in de gulden-D-Mark-wisselkoers. Hoe succesvoller DNB is bij het handhaven van die bilaterale wisselkoers, des te minder mag men het haar immers aanrekenen wanneer de Nederlandse inflatie in 'tandem' met de Duitse inflatie stijgt of daalt.

Volgens artikel 9, lid 1 van de Bankwet heeft de Bank tot taak de waarde van de Nederlandse geldeenheid te reguleren op zodanige wijze als voor 's lands welvaart het meest dienstig is, en daarbij die waarde zoveel mogelijk te stabiliseren. DNB vervult deze taak thans door het zo vast mogelijk koppelen van de gulden aan de Duitse mark. Daarmee is de externe waarde van onze munt ten opzichte van de belangrijkste handelspartner optimaal gestabiliseerd. Of ook de interne waarde van de gulden op deze wijze zo goed mogelijk wordt gereguleerd hangt af van twee onzekere factoren: ten eerste de Duitse inflatie en ten tweede de veranderingen op middellange termijn in de zogenaamde reële wisselkoers tussen de gulden en de mark. Nu op dit moment de Duitse inflatie is opgelopen tot ongeveer 3% per jaar, zal Nederland gezien de vaste wisselkoers die inflatie ongeveer moeten importeren. De eenmalige verlaging van het Nederlandse btw-tarief geeft tijdelijk verlichting, maar in essentie is de Nederlandse inflatie nu gelijk aan de Duitse inflatie plus of min de trend op middellange termijn in de reële wisselkoers tussen de gulden en de mark. Gelet op de geringe verschillen in economische groei tussen Nederland en Duitsland en de vergelijkbare positie van de handelsbalans kan men stellen dat de reële wisselkoers tussen de gulden en de mark zo weinig hoeft te veranderen dat Nederland in feite de Duitse inflatie haast zonder wijzigingen kan importeren. Anderzijds is onze belastingdruk aanzienlijk hoger dan in West-Duitsland en vormt onze staatsschuld een zwaardere last voor toekomstige generaties. Dit zou mogelijk op termijn kunnen leiden tot een geforceerde devaluatie van de gulden.

Hoe dit ook zij, de gulden is thans vastgekoppeld aan de D-Mark en daarom moet de verantwoordelijkheid van De Nederlandsche Bank voor de regulering van de binnenlandse waarde van onze munt anders worden geïmplementeerd. De Nederlandsche Bank draagt er thans zorg voor dat de Nederlandse inflatie ongeveer gelijk is aan de Duitse inflatie, en heeft logischerwijs dus de plicht om de Nederlandse regering voor te stellen de gulden te revalueren c.q. te devalueren ten opzichte van de Duitse mark wanneer dit beleid te kostbaar wordt. Dat kan om twee redenen gebeuren: ten eerste omdat de Duitse inflatie een trend aanneemt die zodanig afwijkt van de Nederlandse voorkeur dat wij de onzekerheid en kosten van een verandering in de gulden-D-Mark-wisselkoers ervoor over hebben; ten tweede omdat het blijven handhaven van de gulden-D-Mark-wisselkoers ongeloofwaardig kan worden in de ogen van de markt in een mate die leidt tot een zo groot positief renteverval tussen de Nederlandse en de Duitse geldmarktrente dat de kosten daarvan niet langer opwegen

tegen die van een devaluatie. Op dit moment zijn geen van beide uitzonderingen van toepassing, en dus is De Nederlandsche Bank ontslagen van haar verantwoordelijkheid voor de ontwikkelingen op korte termijn van de Nederlandse inflatie.

Europese centrale bank?

Het Jaarverslag van De Nederlandsche Bank besteedt uiteraard ook enige aandacht aan de plannen voor een Europese Centrale Bank. Het al geschetste dilemma tussen de interne doelstelling van het monetair beleid – zo stabiel mogelijke prijzen – en de externe doelstelling – voorspelbare c.q. stabiele wisselkoersen – is ook hier van toepassing. Heel interessant is dat nu onomwonden gekozen wordt voor de prioriteit van stabiele prijzen in het 'binnenland'. De primaire taak van een eventuele Europese centrale bank zal moeten zijn de waarde en daarmee "...de prijsstabiliteit van de Europese munteenheid te bewaken". De Europese centrale bank zal ook "...voor zover de primaire taakstelling dit toelaat, de wisselkoersstabiliteit (ten opzichte van derde valuta's) moeten bevorderen". Aldus de opvatting van de Nederlandse regering, waarbij dr. Duisenberg zich in zijn Algemeen Overzicht aansluit. Voor de mogelijke Europese centrale bank komt dus prijsstabiliteit op de eerste plaats en is stabiliteit in de wisselkoersen ten opzichte van de 'buitenwereld' niet belangrijk genoeg om daaraan de prijsstabiliteit gedeeltelijk op te offeren. Dus nooit meer een herhaling van het Louvre-akkoord?

Dr. Duisenberg stelt verder dat één monetair beleid vereist "dat er bindende en afdwingbare regels bestaan voor de omvang en de wijze van financiering van de nationale begrotingstekorten". Andere commentatoren, bij voorbeeld Samuel Brittan in de *Financial Times*, hebben ook reeds opgemerkt dat de centrale bankiers wel erg veel nadruk leggen op de noodzaak van harmonisatie in de fiscale sfeer. Maar stel nu eens dat een Europees land meent beter af te zijn met tijdelijke schuldfinanciering ten behoeve van de nationale infrastructuur? Waarom zouden supranationale organen de bevoegdheid moeten hebben dit te verbieden? Verschillende deelstaten in de VS kiezen ook hun eigen fiscale beleid, zonder zichtbare gevolgen in de monetair sfeer.

Geheel juist lijkt mij wel de direct volgende opmerking van de president dat het wegvallen van de wisselkoers als aanpassingsinstrument een zwaardere last zal plaatsen op andere macro-economische grootheden, omdat "...anders gevreesd moet worden voor een wel zeer sterk groeiende overdracht van middelen van meer naar minder welvarende gebieden ten laste van nationale begrotingen".

Daarmee geeft dr. Duisenberg ook impliciet een antwoord op de vraag waarom monetair unie tussen Alaska en Florida geen zichtbare problemen geeft, terwijl wij Europeanen ons toch nog vele malen moeten bedenken voordat een monetair unie tot stand kan komen tussen onder andere Ierland, Duitsland en Griekenland. In de Verenigde Staten gebruikt iedereen de dollar, terwijl er toch belangrijke regionale verschillen zijn. Echter, de werknemers zijn er mobieler dan in Europa, zodat de produktiefactoren kun-

4. Zie J.F. Chant en K. Acheson, The choice of monetary instruments and the theory of bureaucracy, *Public Choice*, jg. 12, voorjaar 1972, blz. 13-34 en idem, Mythology and central banking, *Kyklos*, jg. 2, 1973, blz. 362-379 voor een nog zeer lezenswaardige analyse van de voorkeuren van centrale banken voor informeel en vertrouwelijk overleg met hun grootste 'cliënten'. Chant en Acheson benadrukken vooral de wens van de centrale bankiers om door het instellen van een veelheid van deels informeel gehanteerde instrumenten hun beleid te vrijwaren van mogelijke kritiek.

nen migreren naar gunstiger locaties. Ierse of Griekse werklozen zullen minder snel verhuizen naar de sneller groeiende regio's in de Europese Gemeenschap. Bovendien heeft de VS een federale regering die met subsidies, defensieopdrachten, infrastructurele maatregelen en een veelheid van 'pork-barrel'-projecten steun kan bieden aan achterblijvende regio's. In Europa is er geen supranationale instantie die defensieopdrachten geeft en staat ook het regionale beleid nog in de kinderschoenen. Brussel ontbeert de financiële instrumenten om achterblijvende regio's te compenseren voor een comparatief nadeel.

De vergelijking met de monetaire unie tussen de vijftig deelstaten in de VS gaat dus op twee essentiële onderdelen mank: wat daar kan, is in Europa mijns inziens nog lang niet realistisch. Waarom zouden de rijke landen in Europa nu de medewerking kopen van de perifere en zwakkere naties voor een geforceerde monetaire integratie? Wijzer lijkt het om nog vele jaren de mogelijkheid van een reële devaluatie te laten bestaan wanneer een land klaarblijkelijk achterraakt op de EG-partners.

Landenrisico's

Eén pagina in het Jaarverslag handelt over de vorderingen van het Nederlandse bankwezen op ontwikkelingslanden met betalingsproblemen. Voor de helft bestaat die pagina uit de tabel met algemene economische kengetallen voor een tiental ontwikkelingslanden, zonder dat duidelijk wordt in welke mate Nederlandse banken bij de kredietverlening aan die landen zijn betrokken. De bijbehorende tekst is evenals in vorige jaren zo geredigeerd dat de geïnteresseerde lezer (of aandeelhouder in een Nederlandse bank!) niet in staat is om de situatie te beoordelen. Uit de tekst blijkt uitsluitend dat DNB voor 38 ontwikkelingslanden eist dat de banken voorzieningen treffen, maar wij weten niet om welke landen het gaat, noch hoeveel moet worden gereserveerd.

Omdat de cijfers over de reserveringen voor landenrisico's geheim zijn, wordt ook de waarde van de wel verstrekte gegevens over de solvabiliteit van het Nederlandse bankwezen betrekkelijk. De Nederlandsche Bank stelt in het Jaarverslag dat in 1988 het zogenaamde solvabiliteitsruwte is verminderd, hetgeen wil zeggen dat de risicodragende bankuitzettingen sneller groeiden dan het eigen vermogen. Kredietverstrekking aan buitenlandse overheden speelt echter nauwelijks een rol bij de berekening van de vereiste solvabiliteit van een Nederlandse Bank. Het percentage voor zulke kredieten bedraagt slechts één procent, tegen bij voorbeeld 4% op woninghypotheken en 10% op kredieten aan de private sector. Door alle kredieten aan buitenlandse overheden in te delen in de categorie met de laagste vereiste solvabiliteit (1%), voorkomt De Nederlandsche Bank de diplomatieke fricties die zouden ontstaan wanneer de Bank voor ieder schuldenland een realistisch percentage zou aangeven. Bij risicovolle kredieten aan buitenlandse overheden gaat het in feite om de vereiste reserveringen, maar die zijn jaar in jaar uit geheim. Vanwege deze gebrekkige en ondoorzichtige verslaggeving moet de lezer van het Jaarverslag geheel afgaan op de beweringen van DNB over de kracht van het Nederlandse bankwezen. Bovendien onttrekt het beleid van de Bank zich hiermee aan kritiek. Zolang de banken de activa op hun balans niet behoeven te waarderen tegen geschatte marktwaarde, en anderszijds De Nederlandsche Bank geheim houdt wat haar eisen zijn met betrekking tot de reserveringen voor landenrisico's, ontbreekt essentiële informatie voor een beoordeling van het beleid van de Bank.

Personeelskosten

De personeelskosten van De Nederlandsche Bank stegen vorig jaar met bijna 4% tot f 129,5 miljoen. Aangezien de personeelsbezetting steeg met ruim 1%, stegen de personeelskosten per werknemer met ongeveer 2%, gelijk aan de stijging van de loonsom per werknemer in het bedrijfsleven. Uit het Jaarverslag wordt niet duidelijk of de gesubsidieerde hypotheeklen voor de koopwoningen van medewerkers van DNB meetellen bij de berekening van de personeelskosten. Afgaand op de cijfers in de Jaarverslagen, steeg de loonsom per werknemer bij De Nederlandsche Bank tussen 1983 en 1988 iets sneller dan gemiddeld in het bedrijfsleven (DNB: +10%; bedrijfsleven: +9%; overheid: +0%)⁵. Deze cijfers laten zien dat DNB buiten schot is gebleven bij de besparingen op de collectieve sector, hoewel de Bank een generationaliseerde onderneming is die haar werknemers heel wat meer zekerheid kan bieden dan een bedrijf dat moet overleven in de markt.

Waarom staan de aandeelhouders en commissarissen van N.V. De Nederlandsche Bank toe dat de werknemers van dit generationaliseerde bedrijf zoveel comfortabeler verdienen dan andere overheidsdienaren, en waarom accepteert de gemeenschap dat de krasse bezuinigingen op de salarissen bij de overheid in de vorige kabinetperiode kennelijk voorbij zijn gegaan aan de werkers op het Frederiksplein? Het gebruikelijke antwoord op die voor de hand liggende vraag is dat de salarissen bij DNB competitief moeten blijven met het bankwezen, om te voorkomen dat beoogde medewerkers de Bank verlaten en in de private sector gaan werken. Dat laatste doel is ongetwijfeld bereikt: zelden treedt een ex-DNB'er in dienst van een bank. De private sector trekt onze centrale bankiers kennelijk niet aan.

Enigszins vergelijkbare instanties zoals het Centraal Planbureau of het Centraal Bureau voor de Statistiek hebben de afgelopen jaren aanzienlijk moeten inkrimpen en bezuinigen. Gezien de aanhoudende pleidooien in de Jaarverslagen van DNB voor matiging in de overheidssector, zal president Duisenberg dat wel een goede zaak hebben gevonden. De onbevangen lezer van zijn Jaarverslag vraagt zich dan af waarom DNB niet ook de taak krijgt om efficiënter met de haar door de belastingbetalers toevertrouwde middelen om te gaan. Bij de Bank of Japan in Tokio, bij voorbeeld, verdienen mijn Japanse collega's in het onderzoeksinstituut aanzienlijk minder dan in de private sector. Hetzelfde geldt voor de Federal Reserve in Washington. Dat spaart niet alleen geld uit, het bevordert ook een gezonde wisselwerking van personeel tussen overheid en private sector. En wat de top bij De Nederlandsche Bank betreft: volgens schattingen van *Intermagazine* ontvangen 19 functionarissen bij DNB een inkomen dat hoger is dan dat van de minister van Financiën, de burgemeester van Amsterdam en – *for that matter* – dr. Alan Greenspan, de Chairman van de Federal Reserve Board in de Verenigde Staten. Zou enige soberheid aan de top niet morele kracht bijzetten aan de terechte kritiek van DNB op een nog steeds te kostbare overheidssector?

E. J. Bomhoff

5. DNB: exclusief pensioenpremies; overige sectoren: inclusief pensioenpremies. Dit kan de vergelijking beïnvloeden, maar zal het duidelijke contrast niet ontkrachten.