

Het verslag over 1984 van De Nederlandsche Bank

PROF. DR. H. VISSER*

De president van De Nederlandsche Bank rekent het mede tot zijn taak over beleidsterreinen te adviseren waarvoor anderen de primaire verantwoordelijkheid dragen. Dit heeft er toe geleid dat in de media het monetaire beleid, de eigenlijke taak van de Bank, wat op de achtergrond is geraakt. De auteur van dit besprekingsartikel van het jaarverslag van DNB zet de zaken recht. In zijn conclusie toont de schrijver zich op enkele punten teleurgesteld in het laatste Bankverslag. Hij mist b.v. een standpunt van de Bank inzake de voorstellen tot vergroting van de wisselkoersstabiliteit. Met betrekking tot de binnenlandse economische problematiek constateert de schrijver dat de Bankpresident te eenzijdig is in zijn pleidooi voor snelle vermindering van het financieringstekort. Ten aanzien van het toezicht op het kredietwezen kan men zich afvragen in hoeverre de banken DNB terecht verwijten te streng te zijn.

Waar gaat het jaarverslag over?

Jaarverslagen van ondernemingen bevatten in het algemeen niet slechts een verslag van het wedervaren van de onderneming in het verslagjaar, maar ook een beschouwing over het economische klimaat waarin de onderneming werkt. In het kader van zo'n beschouwing kan de ondernemingsleiding haar prognoses voor de toekomst formuleren. Het Algemeen Overzicht in het jaarverslag van De Nederlandsche Bank (verder aan te duiden als de Bank of DNB) heeft een verdergaande pretentie. De president van DNB onderwerpt daarin het Nederlandse economische beleid aan een oordeel en doet op strenge toon, waarin af en toe enige moedeloosheid ten aanzien van het korte-termijndenken van politici doorklinkt, beleidsaanbevelingen.

Men kan zich afvragen in hoeverre dat tot de taak van DNB behoort. Volgens art. 9 van de Bankwet van 1948 immers dient de Bank zich bezig te houden met het reguleren van de waarde van de gulden, het zorgen voor een goed verloop van het betalingsverkeer en het toezicht op het kredietwezen. De beoordeling van het regeringsbeleid en het geven van beleidsadviezen buiten het strikt monetaire terrein zijn haar niet opgedragen. Daar zijn de Sociaal-Economische Raad, de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid en het Centraal Planbureau voor.

Het behoort evenwel tot de sociale rol 1) van presidenten van centrale banken om met een zeker gezag uitspraken te doen over de gang van zaken in een volkshuishouding en eventueel in de wereldeconomie. Die rol vloeit wellicht voort uit het feit dat centrale banken niet in de eerste plaats naar maximale winst strevende ondernemingen zijn, maar een meer algemeen belang dienen en daarbij een nogal onafhankelijke positie innemen. Daaraan ontleen zij, zo mag men veronderstellen, het recht om op basis van hun deskundigheid en met het oog op het algemene belang, zoals door hen gepercipieerd, uitspraken te doen over het beleid van andere instanties. En, zoals bekend, recht ontstaat niet alleen uit de wet en de jurisprudentie, maar ook uit gewoonte.

Bij de Bank is men van mening dat men zich over het hele economisch-financiële beleid mag en moet uitlaten, juist in verband met de haar door de Bankwet opgedragen taak. In een recent vraaggesprek refereerde dr. Duisenberg aan de opvatting van dr. M.W. Holtrop, van 1946 tot 1967 president van DNB, volgens wie de wet aan DNB een zeer verstrekkende opdracht

heeft gegeven – het stabiel houden van de waarde van de gulden – en haar daarvoor een volstrekt ontoereikend instrumentarium heeft verstrekt. „Dus”, aldus dr. Duisenberg, „is het de taak van de Bank om zich ook te uiten over beleidsterreinen waar anderen een primaire verantwoordelijkheid voor dragen” 2).

Nu moet gezegd worden dat die opvatting goed spoort met wat DNB zelf aanduidt als haar gematigd-monetaristische visie. Deze houdt in dat DNB het doel van het reguleren en zoveel mogelijk stabiliseren van de waarde van de gulden tracht te bereiken door het reguleren van de geldhoeveelheid en meent dat zulks noodzakelijk, doch niet voldoende is om het doel te bereiken. Naast het monetaire beleid zijn het budgettaire en het loon- en prijsbeleid van belang. Naarmate het beleid op die andere terreinen faalt, wordt de last voor het monetaire beleid zwaarder 3). Opmerkingen over de monetaire gevolgen van het financieringstekort van de overheid passen uiteraard volledig binnen dit kader. Ten aanzien van kwesties als werkgelegenheidsbeleid en arbeidstijdverkorting is dat minder het geval, behalve voor zover ze van invloed zijn op de kostenontwikkeling en de inflatie 4).

Het gevaar bestaat dat in de publieke discussie dan zoveel drukte over de mening van de president van de Bank over dergelijke kwesties ontstaat dat zijn uitspraken over zaken die bij uitstek tot het aandachtsveld van DNB behoren, minder aandacht krijgen dan ze verdienen. Dr. Duisenberg toont wat dat betreft in het verslag over 1984 een wijze zelfbeperking, wel beseffend dat „als je tien boodschappen hebt je niet meer wordt gehoord”

*) Hoogleraar Geld- en bankwezen en internationale economische betrekkingen aan de Vrije Universiteit te Amsterdam. Drs. S.C.W. Eijffinger heeft het concept van dit artikel van enkele nuttige aantekeningen voorzien.

1) Sociale rol = het geheel van normen en verwachtingen, dat men koestert jegens personen in een bepaalde sociale positie. J.A.A. van Doorn en C.J. Lammers, *Moderne sociologie*, Het Spectrum, Utrecht/Antwerpen, 1976, blz. 468.

2) Vraaggesprek met dr. W. Duisenberg, door Kees Caljé en José Toirkens, *NRC Handelsblad*, 23 april 1985.

3) Zie bij voorbeeld DNB, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 19; DNB, *Verslag over het jaar 1980*, blz. 10; J. Zijlstra, Monetary theory and monetary policy: a central banker's view, *De Economist*, jg. 127, nr. 1, 1979, wederom blz. 19.

4) Zie DNB, *Verslag over het jaar 1983*, blz. 27.

5). Maar ook ten aanzien van de monetaire onderwerpen die dr. Duisenberg behandelt, is de publieke belangstelling, zoals die in de dag- en weekbladen tot uiting komt, wat eenzijdig gericht. Een gedeelte van de beschouwingen over de binnenlandse ontwikkelingen krijgt de volle aandacht, de paragraaf over de internationale ontwikkelingen, waar het Algemeen Overzicht al jarenlang mee begint, blijft wat op de achtergrond. Ten onrechte. Vorig jaar ging dr. Duisenberg diep in op de rol van het Internationale Monetair Fonds. Dit jaar komt onder andere, iets minder diepgaand, de Ecu aan de orde.

We volgen in dit artikel het jaarverslag van DNB door eerst aandacht te schenken aan enkele internationale ontwikkelingen, daarna aan de binnenlandse situatie.

Internationale ontwikkelingen

De perikelen rond de Amerikaanse dollar

Dr. Duisenberg stelt dat de hoge koers van de dollar voor de rest van de wereld wel prettige gevolgen heeft gehad. Hij vormde een stimulans voor de export. Dat is leuk zolang het duurt, maar het is de vraag hoe lang het duurt. Bovendien neemt de roep om protectie in de Verenigde Staten toe doordat verscheidene sectoren van de Amerikaanse economie in de problemen raken. Dr. Duisenberg is hier nogal beducht voor, omdat protectionistische maatregelen vaak moeilijk terug te draaien zijn. Daar kan men nog aan toevoegen dat onzekerheid ten aanzien van het toekomstige koersverloop van de dollar de investeringsactiviteit in het bedrijfsleven niet erg zal stimuleren. In het jaarverslag wordt vastgesteld dat de Nederlandse exporteurs hun verbeterde concurrentiepositie op de wereldmarkt niet hebben gebruikt om hun marktaandeel te vergroten, maar om hun winstmarges te verbeteren. Die keuze kan mede zijn voortgevloeid uit beduchtheid voor toekomstige koersfluctuaties die het huidige concurrentievoordeel weer teniet kunnen doen.

Naar aanleiding van de besprekingen in de Groep van Tien over het internationale monetaire stelsel poneert dr. Duisenberg de stelling dat het beleid dat de wisselkoers bepaalt, onderwerp moet zijn van internationaal overleg. Dat overleg zou moeten inhouden dat ook de Verenigde Staten bij hun interne beleid rekening houden met de gevolgen van het financieringstekort en het tekort op de lopende rekening voor het buitenland. Dat lijkt vooralsnog een vrome wens.

Wat betreft het financieringstekort van de Amerikaanse federale overheid merkt dr. Duisenberg op dat dit overeenkomt met driekwart van de binnenlandse besparingen, tegen gemiddeld over de laatste decennia circa één kwart. Daardoor zou de rentestand ongewoon hoog opgelopen zijn. Die opmerking lijkt op het eerste gezicht heel acceptabel. Het merkwaardige is dat zij geen eenduidige steun vindt in de resultaten van empirisch onderzoek. Dat feit blijft in het verslag van DNB onvermeld.

In het verleden lijkt er geen positief verband tussen federale budgettekorten en de rente geweest te zijn, ook niet als het tekort meer dan 10% van het nationale inkomen bedroeg en grotendeels op de kapitaalmarkt werd gedekt. Ook voor de naoorlogse periode afzonderlijk kon Evans zo'n verband niet vinden. Hij denkt ter verklaring aan het Ricardianse equivalentietheorema, zoals uiteengezet door R.J. Barro. Volgens dat theorema houden de economische subjecten bij een door leningen gefinancierde toename van het budgettekort rekening met de in de toekomst met het oog op de aflossing van die leningen te heffen hogere belastingen en daarom vergroten zij hun besparingen⁶⁾. Nu zouden recent de particuliere besparingen juist te kort schieten, maar ook dat verschijnsel verklaart, volgens Blanchard en Summers, de hoge rentestand niet, omdat die hoge rente ook buiten de Verenigde Staten voorkomt, terwijl de budgettaire expansie in de Verenigde Staten grotendeels gecompenseerd wordt door een budgettaire contractie in de andere OECD-landen. Zij zoeken de verklaring van de hoge reële interestvoet meer in een combinatie van een ruim budgettair beleid in de Verenigde Staten met een strak monetair beleid, ook in Europa. Daarnaast spelen hoge winstverwachtingen in het Amerikaanse bedrijfsleven, te zamen met een belastingverlaging voor dat bedrijfsleven, een rol⁷⁾. Het laatste woord is hierover nog niet gezegd, en het lijkt

voorbarig de oorzaak van de hoge rente uitsluitend bij de tekorten van de federale overheid te zoeken.

De Ecu

Dr. Duisenberg maakt enkele behartenswaardige opmerkingen over de Ecu. Hij stelt vast dat men in het internationale gesprek onveranderlijk uitgaat van de noodzaak van een versterking van de rol van de Ecu. Maar waarom en waartoe?

Dat is volstrekt onduidelijk. Sommigen willen daarmee vooruitlopen op de vorming van een economische en monetaire unie. Dat heeft weinig zin volgens dr. Duisenberg, want voor een monetaire unie is een gemeenschappelijk begrotings- en monetair beleid nodig en zo'n beleid dwing je niet af met een grotere rol voor de Ecu. Anderen zien de Ecu meer als een internationaal reservemiddel, naast en in concurrentie met de dollar. Ook geen nastrevenswaardig doel volgens de Bankpresident. Immers, een grote rol van de Ecu als reservevaluta gaat ten koste van de SDR, terwijl de EG-landen zich verplicht hebben te streven naar een grotere rol van de SDR als reservemiddel.

Voorts betoogt hij dat de „last” die een reservevaluta draagt hierin bestaat dat de emittent gemakkelijk in het buitenland kan lenen. Daar moet Europa zijns inziens niet op uit zijn. Ook is hij bang dat een grotere rol voor de Ecu zal inhouden dat we in Europa nog gemakkelijker van elkaar kunnen lenen, terwijl de kredietmogelijkheden die de landen binnen de EG elkaar hebben toegezegd zijns inziens al veel te ruim zijn. Met dat laatste bedoelt hij dat de onderlinge kredietmogelijkheden de EG-landen in staat stellen noodzakelijke beleidsaanpassingen uit te stellen, die ze bij een beroep op het IMF wél zouden moeten doorvoeren.

Een ander aspect van een grote rol voor de Ecu, niet door dr. Duisenberg aangeroerd, komt aanstonds aan de orde.

Ontwikkelingen in de Nederlandse economie

Liquiditeitsquote en rentestand

Er is weinig in de huidige binnenlandse macro-economische ontwikkelingen waar DNB een beslissende invloed op denkt te kunnen uitoefenen. Het „kleine” monetaire beleid – het geldmarktbeleid gericht op handhaving van de koers van de gulden – levert weinig problemen op. Voor het „grote” monetaire beleid – het reguleren van de liquiditeitsmassa – is het laagtij. Weliswaar is de nationale liquiditeitsquote voor het vijfde achtereenvolgende jaar opgelopen⁸⁾, maar de Bank ziet daarin geen aanleiding om een restrictief monetair beleid te voeren. Het zou ook moeilijk te verdedigen zijn om in een situatie met geringe inflatie, grote werkloosheid en een overschot op de lopende rekening van meer dan f. 13 mrd. op kasbasis, de kredietverlening te gaan afremmen of de groei van de liquiditeitscreatie aan banden te leggen en daarmee de kapitaalmarktrente op te drijven. Er is bepaald geen situatie van overbesteding en een rentestijging zou alleen maar kapitaalinvloer induceren en op die manier de beperking van de liquiditeitscreatie wel zeer moeilijk maken. De Bank hoopt dat de ruimere liquiditeitsmassa zal worden benut voor het financieren van investeringen en niet voor het verhogen van de lonen met een percentage uitstijgend boven dat van de toene-

5) Zie voetnoot 2.

6) P. Evans, Do large deficits produce high interest rates?, *American Economic Review*, jg. 75, nr. 1, 1985. Zie ook R.J. Barro, Are government bonds net wealth?, *Journal of Political Economy*, jg. 82, nr. 6, 1974 en J. Tobin, *Asset accumulation and economic activity*, Basil Blackwell, Oxford, 1980, hfst. III.

7) O.J. Blanchard en C.H. Summers, *Perspectives on high world real interest rates*, Brookings Papers on Economic Activity, nr. 2, 1984. E.J. Bomhoff wijst in zijn *Monetary uncertainty*, North-Holland, Amsterdam 1983, hfst. 3, op de mogelijke betekenis van monetaire onzekerheid, dat wil zeggen onzekerheid met betrekking tot de toekomstige groeivoet van de geldhoeveelheid, voor de hoogte van de rente.

8) Van 34,9% per ultimo 1979 tot 41,7% per ultimo 1984, na uitschakeling van reeksbreuken. DNB, *Verslag over het jaar 1984*, Statistische bijlage tabel 3.1.

ming van de arbeidsproductiviteit. De bijdrage daartoe van DNB is het laag houden van de interest, dat er mede toe heeft geleid dat het overschot op de lopende rekening op f. 1,5 mrd. na gecompenseerd is door kapitaalexport.

Dr. Duisenberg vraagt zich af waarom het niet lukt de Nederlandse rentevoeten beneden de overeenkomstige Duitse te drukken. Immers, de inflatiegraad is in beide landen ongeveer even hoog en de betalingsbalanspositie is voor Nederland relatief nog rianter dan voor Duitsland. De oorzaak, aldus dr. Duisenberg, moet gelegen zijn in een hoger wisselkoersrisico dat beleggers aanwezig achten bij belegging in guldens, vergeleken met belegging in Duitse markten. „Onze externe positie geeft hiertoe bepaald geen aanleiding, maar „the proof of the pudding is in the eating” en niet ontkend kan worden dat beleggers zich wel eens verslikt hebben” 9).

Wordt hier nagemopperd over het achterblijven van de gulden ten opzichte van de DM bij de herziening van de spilkoersen in het EMS op 21 maart 1983? En is dat terecht? Het gemiddelde rente-ecart ten opzichte van de Bondsrepubliek, gemeten aan het rendement op langlopende staatsleningen, bedroeg in 1984 0,4%. Na 1975 was het ecart nog niet zo gering geweest. Het verschil in inflatie, gemeten aan het prijspeil van de gezinsconsumptie, was in 1984 niet kleiner dan in de vijf voorafgaande jaren, wat nauwelijks bijgedragen kan hebben aan een verkleining van het ecart. Het saldo van de lopende rekening is al vanaf 1981 fors positief, dat is dus geen nieuwe factor 10). Als het vertrouwen werkelijk geschokt was zou het rente-ecart in 1983 en 1984 groter geweest moeten zijn dan daarvoor. Het is echter na 1980, toen het 1,7% bedroeg, ononderbroken gedaald (gemeten aan de jaargemiddelden). Men kan natuurlijk beweren dat het ecart zonder geschokt vertrouwen nóg kleiner geworden zou zijn, maar men zal toch wel erg subtiele berekeningen moeten uitvoeren om aan te tonen dat de kapitaalmarkt door een te geringe spilkoerswijziging van de gulden op 21 maart 1983 meer dan kortstondig van slag is geraakt. Zoiets moet men natuurlijk niet te vaak doen en dr. Duisenbergs stelling dat onrust en onzekerheid niet bijdragen tot een laag renteniveau lijkt niet erg aanvechtbaar.

Het is overigens opvallend dat vanaf 1981 het verschil tussen Nederland en de Bondsrepubliek wat betreft het financieringsstekort van de overheid gestegen is van ruim 2% van het bruto nationaal produkt (bnp) tot ongeveer 5%. Aangezien desondanks het rente-ecart kleiner is geworden (bij een saldo op de lopende rekening dat vrijwel onveranderd ongeveer 3% van het bnp positiever was dan in de Bondsrepubliek), valt het met „het relatief grote gewicht dat bij de beoordeling van valuta's aan het financieringsstekort van de overheid wordt toegekend” 11) blijkbaar wel mee.

De binnenlandse bestedingen

De opbrengst van de Nederlandse export neemt behoorlijk toe. De uitstralingseffecten daarvan blijven vooralsnog beperkt. Dr. Duisenberg vraagt zich af hoe de binnenlandse bestedingen zouden kunnen toenemen. Hij ziet drie mogelijkheden:

- lastenverlichting voor de burgers. Dit moet volgens dr. Duisenberg zeker niet worden doorgevoerd als dat ten koste van het terugdringen van het financieringsstekort van de overheid zou gaan. Als het een verschuiving zou betekenen van een verlichting voor het bedrijfsleven naar een verlichting voor particulieren, moet men bedenken dat men dan toezeggingen aan het bedrijfsleven niet nakomt. Dat kan de investeringsbereidheid schaden, terwijl de impuls voor de particuliere bestedingen slechts klein is;
- loonsverhoging, maar dan gedifferentieerd, ten einde de voordelen van de gematigde kostenontwikkeling van de laatste jaren, te weten herstel van rendementsposities en versterking van de concurrentiepositie, niet verloren te laten gaan. Dr. Duisenberg heeft daar een hard hoofd in;

9) DNB, *verslag over het jaar 1984*, blz. 24-25.

10) Idem, Statistische bijlage tabellen 11.1 en 6.8.

11) Idem, blz. 92-93.

– appreciatie van de gulden. Die verbetert de koopkracht en doet daarmee de bestedingen toenemen. Dr. Duisenberg gaat hier blijkbaar uit van zijn constatering dat de Nederlandse exporteurs niet zozeer hun marktaandeel als wel hun prijzen hebben verhoogd, zodat ze een appreciatie van de gulden wel kunnen verwerken zonder dat ze hun marktaandeel kwijtraan. Immers, hun concurrentiepositie is verbeterd in de afgelopen jaren. Nu zullen er altijd marginale activiteiten zijn die door een reële appreciatie hun winstgevendheid verliezen. Bovendien zal er een verschuiving optreden in de bestedingen naar invoergoederen, ten koste van de invoervangende binnenlandse productie. Een appreciatie kan iets doen, al zal het niet veel zijn, aan het binnenlandse spaaroverschot (= het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans), dat dr. Duisenberg terecht veel te groot vindt, maar de werkgelegenheid zal er nauwelijks door toenemen.

In de media is deze derde mogelijkheid sterk naar voren gehaald. In het jaarverslag wordt ze niet gepropageerd, slechts als een mogelijkheid genoemd. In vraaggesprekken is de toon van dr. Duisenberg iets positiever 12). Een probleem is dat hij geen aanwijzing geeft omtrent de orde van grootte van de door hem geschetste effecten. Binnen de Bank is wel onderzoek op dit terrein verricht. Simulaties met het MORKMON-model gaven als uitkomst dat een waardevermindering van de dollar met 10% ten opzichte van de EMS-valuta's, die een appreciatie van de gulden inhoudt, na 4 resp. 16 kwartalen het uitvoervolume (excl. energie) doet toenemen met 0,0 resp. 0,3%, het invoervolume (excl. energie) met 1,0 resp. 1,0%, het saldo op de lopende rekening (zowel op kasbasis als op transactiebasis) met 0,2 resp. 0,3% van het netto nationale inkomen en de werkgelegenheid met 8.600 resp. 22.400 arbeidsjaren 13). Het saldo op de lopende rekening wordt dus nog groter en de winst in werkgelegenheid is, gezien de onzekerheidsmarge, te verwaarlozen. Nu is dr. Duisenberg de eerste om vraagtekens te zetten bij modeluitkomsten 14), maar als zowel theoretische overwegingen als modeluitkomsten wijzen op een uiterst gering effect van een appreciatie op de binnenlandse bestedingen, moet men met goede argumenten komen om toch aannemelijk te maken dat een appreciatie goed is voor de bestedingen. Daarmee komt dr. Duisenberg niet.

Toezicht op het kredietwezen

In het Algemeen Overzicht staat slechts een korte alinea over de banken. De debiteurenrisico's zijn nog te groot en de rentabiliteit van de banken is nog te klein, maar met beide gaat het wel enigszins de goede kant op. In par. 5.2 van het jaarverslag, handelend over het bedrijfseconomisch toezicht, vindt men een verslag van de activiteiten die internationaal door de toezichthoudende organen worden ontplooid met betrekking tot de aan de banken op te leggen solvabiliteitseisen en het landenrisico. Er valt nog heel wat te doen voor het toezicht op het bankwezen, en op het kredietwezen in het algemeen, geharmoniseerd is. Het blijkt zelfs nog niet mogelijk om in EG-verband onderling vergelijkbare liquiditeitsratio's te berekenen 15).

Inmiddels hebben Nederlandse banken wel eens het gevoel dat DNB een streng toezicht uitoefent, dat hun een handicap bezorgt in de internationale concurrentiestrijd 16). De winstcijfers van Nederlandse banken worden bij voorbeeld gedrukt, vergeleken met die van banken in het buitenland, door de omvangrijke toevoegingen aan de VAR waarop DNB in verband met het landenrisico heeft aangedrongen 17). Dr. Batenburg (tot voor kort voorzitter van de raad van bestuur van de ABN) meent dat hier iets tegenstrijdigs in zit. Wanneer in plaats van de VAR de open reserves waren gestegen, zou dat de koers van de aandelen hebben gesteund. Daardoor zou het gemakkelijker geweest zijn om door middel van een aandelenemissie het eigen vermogen te vergroten en op die manier de solvabiliteit te verbeteren 18). Deze opvatting doet twijfel rijzen aan de rationaliteit waarmee beleggers volgens de gangbare theorieën begiftigd zijn. Men zou toch verwachten dat de markt enige kijk heeft op de verschillen tussen de landen wat betreft de winstbepaling van de banken.

Ten aanzien van de solvabiliteitseisen kan men nog opmerken dat bestudering van de jaarverslagen van DNB over een reeks van jaren laat zien dat ze geregeld naar beneden bijgesteld zijn en

dus de feitelijke ontwikkelingen hebben bijgehouden in plaats van gestuurd. Een motivering voor de omvang van de eisen is, ook theoretisch, moeilijk te geven. Het lijkt allemaal een beetje natte-vingerwerk, wat overigens pas een diskwalificatie is als men een beter alternatief weet.

Ter verbetering van de rentabiliteit van de banken beveelt DNB een gedifferentieerde tariefstelling aan, die is afgestemd op de risicograad van de uitzettingen. Dat is niet meer dan een mooie gedachte in de ogen van dr. Batenburg, omdat de concurrentie tussen de banken bij de kredietverlening erg groot is. DNB maakt zelf de zaak alleen maar erger door haar steun aan de oprichting van de Postbank 19).

Slotopmerkingen

Het lijkt er op dat DNB veeleer de handen vol heeft aan het bedrijfseconomisch toezicht dan aan het algemeen-economisch (monetaire) toezicht. Binne­lands is er, zo schijnt het, een zeker gebrek aan overeenstemming tussen de betrokkenen. Internationaal moet men zelfs nog proberen het benodigde datamateriaal te verzamelen.

Aan de bestaande algemeen-economische problemen kan DNB weinig doen, behalve de rente zo laag mogelijk houden. Het fundamentele probleem dat het spaaroverschot van de particuliere sector veel groter is dan het spaartekort van de overheid, zodat er een fors binnenlands spaaroverschot (= positief saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans) bestaat bij lage inflatie en onderbezetting van het arbeidspotentieel, blijkt ook door die lage rente niet te worden verholpen. Elk leerboek over macro-economie beveelt in zo'n situatie een expansief beleid aan. Dat zou ook internationaal gezien goed zijn, want er zijn landen waarvoor het bestrijden van de tekorten op de lopende rekening belangrijker is dan het voor Nederland is om het grote overschot te handhaven.

Die leerboeken besteden in het algemeen echter weinig aandacht aan de problemen die ontstaan door sectorale onevenwichtigheden. Bij dergelijke onevenwichtigheden moet de ene sector (de overheid of de collectieve sector) middelen zien los te krijgen bij de andere sector (de particuliere sector of de marktsector) om een tekort aan bestedingen bij die andere sector te kunnen compenseren. Bij dr. Duisenberg is die aandacht er wel, maar zij is eenzijdig. Hij beperkt zich met zijn pleidooi voor een snellere vermindering van het financieringstekort van de overheid in feite tot steunverlening aan de minister van Financiën, met als motivering nauwelijks meer dan een verwijzing naar de rentelasten, die over drie jaar meer zullen bedragen dan de totale uitgaven voor Onderwijs en Wetenschappen. Hoewel zijn standpunt heel respectabel is, moeten we toch constateren dat de zorg voor de economische kringloop wat op de achtergrond is geraakt en dat, evenmin als in het vorige jaarverslag, enige aandacht is besteed aan de studie van prof. Kessler, voormalig directeur van DNB, waarin deze laat zien onder welke voorwaarden het financieringstekort tot een rentelast leidt die als percentage van het nationale inkomen niet blijvend toeneemt 20).

Met betrekking tot de Ecu kunnen we vaststellen dat intensiever gebruik in de officiële sfeer ter discussie staat. Inmiddels

12) Zie voetnoot 2 en Vraaggesprek met W. Duisenberg, door Cees van Duuren en Nico van Grieken, *Elseviers Weekblad*, 27 april 1985.

13) DNB, *MORKMON, een kwartaalmodel voor macro-economische beleidsanalyse*, Monetaire Monografie nr. 2, Kluwer, Deventer, 1984, blz. 94-95.

14) DNB, *Verslag over het jaar 1983*, blz. 22.

15) DNB, *Verslag over het jaar 1984*, blz. 125.

16) Vraaggesprek met dr. A. Batenburg, door Marcel ten Hooven, *Trouw*, 4 mei 1985.

17) Zie Commentaar, *Bank- en Effectenbedrijf*, jg. 34, nr. 4, 1985, blz. 139.

18) Zie voetnoot 16 en J.J.M. Schipper, In gesprek met dr. A. Batenburg, *Bank- en Effectenbedrijf*, jg. 34, nr. 4, 1985, blz. 143.

19) Zie voetnoot 16.

20) G.A. Kessler, *Voorwaarden voor economisch herstel*, Faculteit der Economische Wetenschappen van de Universiteit van Amsterdam, 1983.

neemt het gebruik in de particuliere sfeer voortdurend toe. Wanneer de Ecu steeds meer als internationaal geld, zowel in de officiële als in de particuliere sfeer, gaat functioneren, treden nog meer problemen op dan in het jaarverslag worden genoemd. Wanneer er naast de dollar nog een tweede dominerende valuta opkomt, zou dat kunnen leiden tot grote instabiliteit van de wisselkoersen als gevolg van portefeuillewijzigingen bij de beleggers, zoals dat nu in feite al tussen de dollar, de yen en de DM gebeurt. Of internationale afspraken over financieringstekorten dan voldoende zijn om die instabiliteit te beperken is twijfelachtig.

Het zou aardig zijn om van de zijde van de Bank eens te horen hoe men denkt over voorstellen die ontwikkeld zijn om weer wisselkoersstabiliteit te bewerkstelligen, bij voorbeeld de voorstellen van McKinnon 21). Deze behelzen een samenwerking tussen in ieder geval de Verenigde Staten, de Bondsrepubliek en Japan, die te zamen de wereldvoorziening in convertibele valuta's zouden moeten regelen. Daartoe bepalen ze in het voorstel van McKinnon elk van te voren een groeivoet van de binnenlandse geldcreatie die in overeenstemming is met een als doelstelling fungerend laag prijsstijgingsniveau van internationaal verhandelbare goederen bij afwezigheid van schokken in de geldvraag. McKinnon gaat er van uit dat de vraagfuncties voor de afzonderlijke valuta's niet stabiel zijn, maar dat er wel een stabiele wereldgeldvraagfunctie bestaat. Eventuele druk op een wisselkoers door geldvraagschokken moet worden opgevangen door symmetrische niet-gesteriliseerde interventie. Monetaire autoriteiten buiten de VS nemen bij voorbeeld dollars uit de markt. Daardoor neemt de circulatie van hun eigen valuta toe. Wanneer zij die dollars gebruiken om Amerikaans schatkistpapier te kopen op de Amerikaanse geldmarkt, neemt de hoeveelheid dollars in circulatie niet af. Dat zou in McKinnons voorstel wel moeten gebeuren, door die dollars te deponeren bij het Federal Reserve System. De centrale banken moeten de binnenlandse geldcreatie op het van te voren afgesproken niveau zien te houden. Overschotten of tekorten van de niet-monetaire sectoren moeten niet worden gesteriliseerd. In een land met een overschot neemt de geldhoeveelheid dan niet alleen door de binnenlandse creatie toe, maar ook door het betalingsbalansoverschot van de niet-monetaire sectoren. Daartegenover staat een vermindering van de geldcreatie door een betalingsbalanstekort in een ander land of andere landen. Hoewel de tijd niet rijp lijkt voor de invoering van plannen als dat van McKinnon, kan discussie daarover uiterst nuttig zijn, opdat men een beeld kan krijgen van de voorwaarden waaraan in concreto moet zijn voldaan om een grotere wisselkoersstabiliteit te bereiken en te behouden. In een gerichte discussie hoeven uitspraken hierover niet in algemeenheden te blijven steken.

Het jaarverslag van De Nederlandsche Bank is deze keer niet erg spectaculair van inhoud. Op het gebied van het bedrijfseconomische toezicht is er veel aan de gang, maar dat is weinig opwindend voor het grote publiek. Voor het monetaire toezicht is op dit moment geen grote rol weggelegd en het werkgelegenheidsbeleid en de overheidsfinanciering vallen niet onder de competentie van DNB. Zinvol zijn analyses van de soort die dit jaar over de mogelijkheden van stimulering van de particuliere bestedingen in het verslag te vinden is en beschouwingen van het soort dat vorig jaar over de rol van het IMF werd gegeven. Ook al hoeven daar niet direct beleidsaanbevelingen uit voort te vloeien, zij kunnen een steun zijn bij de gedachtenvorming over het economische beleid. Daarbij zou het geen kwaad kunnen de ontvouwde ideeën en geponeerde meningen te toetsen aan de resultaten van verricht empirisch onderzoek.

H. Visser

21) Zie R.I. McKinnon, Currency substitution and instability in the world dollar standard, *American Economic Review*, jg. 72, nr. 3, 1982; R.I. McKinnon, *An international standard for monetary stability*, Institute for International Economics, Washington, 1984 en R.I. McKinnon, *Why floating exchange rates fail*, Temi di discussione 42, Banca d'Italia, 1984.