

Het verslag van De Nederlandsche Bank over het jaar 1979

Zijlstra continueert beleid: geen monetaire ruimte voor inflatieprocessen

DR. J.J. SIJZEN*

In het recent, in feestgewaad, verschenen Jaarverslag van „'s Konings oudste dogter" wordt door de president van De Nederlandsche Bank duidelijk aangegeven dat voor de fundamentele problemen in onze economie ook in het verslagjaar nog geen werkelijke oplossingen zijn gevonden en dat de tijd gaat dringen. De onderstaande beschouwingen zijn allereerst gewijd aan het verloop van de internationale conjunctuur. Vervolgens wordt de binnenlandse economische situatie aan de orde gesteld, waarbij in het bijzonder de relatie tussen het financieringsstekort van de overheid, het monetaire beleid van de Bank en het inflatieverschijnsel centraal staan.

De wereldconjunctuur

Oliecrisis en betalingsbalansonevenwichtigheden

Dr. Zijlstra begint zijn algemeen overzicht met een zorgwekkende constatering. Internationaal heeft het jaar 1979 niet het herstel van de wereldeconomie gebracht waarop in het voorafgaande jaar nog werd gehoopt. Hij wijst erop dat na de eerste oliecrisis in 1973, die resulteerde in stagnatie van de economische groei, aantasting van de werkgelegenheid, oplopen van het inflatietempo en forse betalingsbalansverschuivingen, een langdurig en moeizaam aanpassingsproces heeft plaatsgevonden 1). Dit herstelproces is echter in het verslagjaar vrij abrupt verstoord door nieuwe spanningen op de wereldoliemarkt. De hiermee gepaard gaande buitensporige stijging van de olieprijzen heeft ertoe geleid dat enerzijds aanzetten zijn gegeven voor een nieuwe periode van vertraagde economische groei en aanwakkerende inflatieprocessen, terwijl zich anderzijds weer omvangrijke betalingsbalansonevenwichtigheden hebben aangediend. Het is duidelijk dat deze ontwikkelingen een duurzamer herstel van de wereldeconomie ernstig zullen gaan belemmeren.

De president is van mening dat de olieproducerende landen de nominale prijsopdriving zullen voortzetten, tenzij aan de inflatie in de olie-importerende landen daadwerkelijk een halt wordt toegevoerd 2). Dit betekent dan ook dat in deze landen de olieprijsverhoging niet, zoals in het verleden het geval is geweest, via de bekende afwentelingsprocessen moet worden gecompenseerd in de lonen. Hierdoor komt de olieprijsstijging immers weer in wezen ten laste van de rendementen in de marktsector waardoor de economische groei en de werkgelegenheid verder worden aangetast. Een dergelijke gang van zaken zal ongetwijfeld uitmonden in een verhoging van het inflatietempo in de industriële wereld, waardoor de initiële ruilvoetverbetering van de OPEC-landen weer geheel of gedeeltelijk wordt teruggenomen. Zij zullen in deze verscherpte inflatoire ontwikkeling vervolgens ongetwijfeld aanleiding vinden de olieprijs opnieuw te verhogen ten einde een reële olieprijsstijging tot stand te brengen. Op deze wijze zal als het ware een „olieprij-conjunctuur" gaan ontstaan met zinloze afwentelingsprocessen, die een herstel van de wereldeconomie alleen maar kunnen schaden en die op den duur zelfs de wereldhuishouding volledig kunnen ontwrichten. De reële ruimte, die beschikbaar is voor de primaire beloning van produktiefactoren, wordt beperkt door een achteruitgang van de ruilvoet en door een geringe produktiviteitsaccres, hetgeen

in wezen neerkomt op een nationale verarming. Deze verarming dient dan ook te worden verdeeld over de participanten aan het economisch proces. Een en ander houdt in dat de loonstijging zich dient te richten naar de stijging van de arbeidsproductiviteit, gecorrigeerd voor het ruilvoetverlies. De verwerking van de olieprijsstijging in de olie-importerende landen zal dan de invloed van de gestegen invoerkosten op het binnenlands prijsniveau kunnen dempen in plaats van versterken 3).

Ten aanzien van de omvangrijke internationale betalingsbalansverschuivingen kan het volgende worden opgemerkt. Het spectaculaire verval van de waarde van de dollar op de voornaamste valutamarkten in het recente verleden heeft de grote betalingsbalanstekorten op de lopende rekening van de Verenigde Staten (in 1977 en 1978 respectievelijk \$ 11 mrd. en \$ 13,5 mrd.) sterk vermindert. Daar staat echter tegenover dat de vroegere overschotposities van West-Duitsland en Japan inmiddels zijn afgebouwd en omgeslagen in tekorten (in 1978 een gezamenlijk overschot van \$ 25,5 mrd., in 1979 een tekort van \$ 13,75 mrd.) 4). Daarnaast kan geconstateerd worden dat de overschotten op de lopende rekening van de OPEC-landen in 1979 weer een topniveau hebben bereikt (\$ 64 mrd., de raming voor 1980 bedraagt \$ 100 mrd.), waartegenover een zeer aanzienlijk tekort staat op de lopende rekening van de olieproducerende OESO-landen en de niet-olieproducerende ontwikkelingslanden. Deze sterke betalingsbalansverschuivingen en de daaraan gekoppelde verplaatsingen van kapitaal hebben uiteraard consequenties voor de werking van het internationaal financieel bestel. Immers, de overschotposities van de OPEC-landen betekenen een mondiale vraaguitval, een deflatoire impuls, die in de energieafhankelijke industriële landen gepaard gaat met een volumecontractie en werkloosheid.

Evenals na de eerste oliecrisis komt vanzelf weer de vraag naar voren hoe de olie-opbrengsten kunnen worden teruggesluisd in de wereldgeldkringloop, ten einde de genoemde vraaguitval te compenseren. Het internationale bankwezen

* De auteur is als wetenschappelijk hoofdmedewerker verbonden aan de Vakgroep Monetaire Economie van de Economische Faculteit van de Katholieke Hogeschool Tilburg.

1) De Nederlandsche Bank NV, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 11.

2) Idem, blz. 12.

3) Idem, blz. 12.

4) Idem, blz. 121.

zal, evenals dit in het verleden het geval was, in dit proces van kanalisering van oliedollars en betalingsbalansfinanciering weer een belangrijke plaats innemen. Het is echter maar zeer de vraag of een en ander even moeiteloos kan geschieden als voorheen, te meer daar vele landen inmiddels een zodanige externe schuldpositie hebben opgebouwd, met forse rente- en aflossingsverplichtingen, dat het aangaan van nieuwe internationale leningen als monetair ongezond moet worden beschouwd. Voor zover dit op grond van solvabiliteitseisen problemen zou gaan opleveren kan de kredietverstrekking ook via het Internationale Monetair Fonds lopen, zij het dat deze kredieten aan bepaalde beleidsvoorwaarden zijn gebonden 5). Op de onlangs gehouden vergadering van de Interimcommissie van de Raad van Bestuur van het Fonds hebben de ontwikkelingslanden een pleidooi gehouden voor het continueren van de internationale kredietverlening via de Eurodollarmarkt, ten einde niet te zijn aangewezen op de geconditioneerde kredietfaciliteiten van het Fonds. Bovendien kan worden opgemerkt, dat het voor een land met tekorten op de lopende rekening ook onmogelijk is geworden via exportvergroting de lasten af te wentelen op andere landen, daar in deze landen ook de grenzen van het opnemen van importgoederen zijn bereikt en ze zelf maatregelen moeten nemen om hun eigen problemen op te lossen.

De hernieuwde olieprijsstijgingen, die als een aanbodschok in de wereldeconomie kunnen worden aangemerkt, genereren enerzijds een inflatoir effect en anderzijds een contractie-effect in de reële sfeer. Beide effecten dragen ertoe bij dat het reeds aanwezige stagnatieverschijnsel gehandhaafd blijft en zelfs nog wordt versterkt. Na de eerste oliecrisis hebben de oliebruikende landen de hiervoor genoemde vraaguitval nog weten te compenseren door een anticyclische politiek van vraagstimulering, waarbij de daarmee gepaard gaande betalingsbalanstekorten tijdelijk werden gefinancierd. Thans zijn de landen echter in steeds mindere mate bereid het deflatoir effect weg te werken door middel van een keynesiaans beleid van vraagstimulering. Dit brengt ons dan tot een ander probleem dat de gezondheid van de wereldeconomie bedreigt, nl. het opnieuw aanwakken van de inflatieprocessen. De toenemende aarzeling bij de beleidsmakers om de vraaguitval via het keynesiaans recept van vraagexpansie te compenseren hangt samen met het feit, dat de hierdoor geïnduceerde opvoering van het inflatietempo en een verdere verslechtering van de betalingsbalanspositie aanleiding geven tot een conflict tussen de doelstellingen van het handhaven van het interne en het externe evenwicht.

Dientengevolge is er in internationaal verband ten slotte een zekere communis opinio ontstaan om in de economische politiek voorrang te geven aan een daadwerkelijke bestrijding van de ingewortelde inflatie boven de werkloosheidsbestrijding. Het monetaire beleid werd in de loop van het jaar dan ook in een restrictieve richting omgebogen, zij het niet overal op hetzelfde moment en in dezelfde mate. In het verlengde van deze doelstelling van interne monetaire stabiliteit lag in vele landen ook het wisselkoersbeleid, dat wordt gebruikt om de binnenlandse inflatiebestrijding te ondersteunen door het afremmen van de invoerprijsstijging 6). De gewijzigde prioriteitsstelling is sterker naar voren gekomen nu in het recente verleden duidelijk is gebleken dat een politiek van vraagexpansie niet heeft geresulteerd in een duurzame verbetering van de werkgelegenheid, maar in geldontwaarding. Het inflatieverschijnsel heeft zich in de wereldeconomie vastgezet en raakt min of meer ingeburgerd. De verantwoordelijke autoriteiten raken er steeds meer van overtuigd, dat capituleren voor het proces van geldontwaarding geen goede zaak is en op den duur zal uitmonden in een volkomen ontwrichting van de wereldhuishouding. Deze opvatting heeft ertoe geleid dat in de industrielanden het monetair-politieke instrumentarium in toenemende mate wordt ingezet om de inflatie werkelijk een halt toe te roepen. Men tracht daarbij een financieel-economisch raamwerk voor de middellange termijn vast te leggen, waarbij enerzijds een streefwaarde van de geldgroei wordt vastgesteld en anderzijds een beoogde daling wordt

aangegeven van het beslag dat het financieringstekort van de overheid op de nationale middelen legt.

Naast het opnieuw aanwakken van de inflatieprocessen en de daarmee verbonden versturende invloed van de inflatieverwachtingen, baart de omvang van de werkloosheid in de geïndustrialiseerde wereld nog grote zorgen. De genoemde inflatieprocessen en de substantiële betalingsbalansverschuivingen brengen een grotere economische onzekerheid met zich, die de investeringsactiviteit negatief zal beïnvloeden. Een en ander biedt een weinig gunstig perspectief voor de toekomstige ontwikkeling van de werkgelegenheid, waardoor een groeivertragende optreedt en de werking van het stagflatiemechanisme weer nieuwe kansen krijgt.

Internationale rente-ontwikkeling

Een opmerkelijk verschijnsel in internationaal monetair verband is het sterk oplopen van de nominale rentevoet in een aantal belangrijke industrielanden, waarbij in landen als Nederland en Duitsland, met een relatief lage inflatiegraad, een uitzonderlijk hoge reële rentevoet is opgetreden. Het is vooral de nominale rentestand in de Verenigde Staten, een land met een relatief hoge inflatiegraad (13% per jaar), die de internationale geld- en kapitaalmarkt onder druk heeft gezet en in vele landen het nominale rentepeil sterk heeft opgestuwd.

Deze enigszins vreemde interactie tussen de rente-ontwikkeling aan de overzijde van de oceaan en die in Europa vraagt om een nadere verklaring. In dit verband wijst dr. Zijlstra op de door Fisher in 1930 naar voren gebrachte samenhang tussen de nominale rentevoet en de inflatiegraad 7). Hij merkt op dat het proces van het geleidelijk verdwijnen van de geldillusie, dat zich het afgelopen decennium heeft voltrokken op de arbeidsmarkt ten aanzien van de loonvorming (een verschuivende Phillips-curve) zich thans ook voordoet op de financiële markten ten aanzien van de rentevorming. Dit betekent in concreto dat in een sterk inflatoir klimaat de rationeel handelende geldgevers zich trachten in te dekken tegen de geldontwaarding. Daarbij zullen ze na een zekere leerperiode steeds meer door de geldsluier heen zien en de feitelijke dan wel de verwachte inflatiegraad tot uitdrukking brengen in een opwaartse bijstelling van de nominale rentevoet. Daartoe zullen ze zich in de leningscontracten trachten in te dekken door het eisen van een zekere inflatiecorrectie (op hoofdsom en rente-opbrengst) waardoor de nominale rentevoet wordt opgehoogd. De centrale vraag is natuurlijk op welke manier de geldgevers hun verwachtingen ten aanzien van de geldontwaarding opbouwen. Kijkt men daarbij enkel naar de inflatiecijfers uit het verleden, waarbij de inflatieverwachtingen adaptief en vrij mechanisch worden gevormd, of gaat men meer rationeel te werk en baseert men zich op al die factoren die volgens de theorie het feitelijke inflatieproces beïnvloeden, zodat systematische voorspelfouten worden elimineerd?

De constatering van de president „dat aan hoge nominale rentestanden niet valt te ontkomen zolang wij leven in een inflatoire wereld”, kunnen we volledig onderschrijven 8). Hoge nominale rentestanden zijn veeleer een uitdrukking van een te ruim dan van een te restrictief monetair beleid, waarbij een duidelijke samenhang bestaat tussen een expansief monetair beleid en een stijgende in plaats van een dalende rentevoet (Gibson-paradox). Het handhaven van een lage nominale rentevoet, ten einde de economische activiteit te stimuleren, noodzaakt tot een voortdurende vergroting van de geldhoeveelheid. Een dergelijke monetaire expansie genereert echter op zich een inflatoire ontwikkeling en de verwachting van prijsstijgingen. Deze inflatieverwachtingen zullen op den duur ongetwijfeld invloed gaan uitoefenen op de nominale rentevoet en juist in

5) DNB, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 125.

6) *Idem*, blz. 123.

7) *Idem*, blz. 14.

8) *Idem*, blz. 14.

een richting die door de monetaire autoriteiten niet was bedoeld 9).

De hoge nominale rentestand gaat zorgen baren in die volkshuishoudingen die een relatief lage inflatiegraad kennen en derhalve een relatief hoge reële rentevoet. De president van de centrale bank is dan ook van mening dat er bijzondere factoren werkzaam moeten zijn, die ertoe bijdragen dat in de lage-inflatielanden de nominale rentevoet is opgestuwd. Immers, het zou een normaler gang van zaken zijn als de aan gelderosie onderhevige Amerikaanse valuta op de internationale financiële markten juist onder druk was komen te staan. Dit zou dan veeleer gepaard zijn gegaan met een vlucht uit de dollar, waardoor de invloed van de hoge dollarrente op het rentepeil in andere landen zou zijn afgezwakt, dan wel achterwege zou zijn gebleven. Het merkwaardige is nu, aldus de president, dat een relatief hoge en hardnekkige inflatiegraad in de Verenigde Staten gepaard is gegaan met een sterke positie van de dollar op de internationale valutamarkten. Een en ander betekent in feite dat de nominale rente in Europa mede wordt opgestuwd door een relatief hoge Amerikaanse inflatiegraad en niet zo zeer door de binnenlandse inflatoire krachten.

Hoewel het monetaire beleid in de Verenigde Staten in het begin van het verslagjaar op een verkrapping was gericht, ging daarbij toch meer de aandacht uit naar de rente-ontwikkeling (een prijsvariabele) en minder naar de ontwikkeling van de geldhoeveelheid (een hoeveelheidsvariabele). Toen dan ook in het najaar (oktober) de inflatie sterk aanwakkerde en de dollar weer onder druk kwam te staan, werd enerzijds de rente verder verhoogd en anderzijds meer aandacht geschonken aan beheersing van de monetaire groei (voet 10). De voortgaande inflatoire ontwikkeling noopte derhalve tot een beleidswijziging door het Federal Reserve System, waarbij de nadruk kwam te liggen op regulering van de wezenlijke voedingsbron van de inflatieprocessen, te weten de groei van een aantal monetaire aggregaten. Indien de Amerikaanse monetaire autoriteiten er nu in slagen de inflatie te beteugelen, zal dit ongetwijfeld een neerwaartse druk uitoefenen op de nominale rentevoet, zodat ook elders de rentestanden weer meer in overeenstemming worden gebracht met de aldaar vigerende inflatiegraad. Dit zou het meest ideale resultaat zijn dat men van een geslaagd monetair beleid mag verwachten: een beperking van de groei van de geldhoeveelheid, die via beïnvloeding van de inflatieverwachtingen leidt tot een daling van het renteniveau 11).

Opgemerkt moet worden dat in ons land de rente mede is gestegen als gevolg van het sterke beroep van de overheid op de kapitaalmarkt, waardoor de financieringsmogelijkheden van de particuliere sector onder druk zijn komen te staan. Een en ander is uiteraard niet bevorderlijk voor de investeringsactiviteit van het bedrijfsleven (m.n. de bouwnijverheid) en de ontwikkeling van de werkgelegenheid. De Nederlandsche Bank zal echter geenszins bereid zijn de kapitaalmarkt als het ware te monetiseren, waarbij de fundamentele spanningen worden versluisd en de overheid niet wordt geprikkeld het beroep op de nationale middelen aan te passen aan de beschikbare ruimte. Door monetisering en het aanbieden van monetaire parkeerruimte zal immers de voedingsbron van inflatieprocessen worden vergroot, die zich uiteindelijk gaan vertalen in een hogere nominale rentevoet. Bovendien zal de Bank de buitenlandse rente-ontwikkeling nauwlettend in het oog houden, ten einde een depreciatie van de gulden en de daaraan verbonden invoerprijsstijging te voorkomen. Een sterke externe positie van de gulden past in het kader van de centrale doelstelling van de Bank, te weten de zorg voor de koopkracht van de nationale geldeenheden. Hoe zwakker onze betalingsbalanspositie op lopende rekening is, des te hoger zal de rente moeten zijn om de noodzakelijke kapitaalimport te genereren. Onder die omstandigheden is de rentevoet een werkelijke weerspiegeling van het spaartekort in onze economie. Men moet dan ook niet de monetaire teugels laten vieren en het inflatieproces hanteren als een middel om de pijn van de economische ziekte tijdelijk te verzachten.

Internationale monetaire samenwerking

In voorgaande jaarverslagen heeft de president er herhaaldelijk op gewezen dat een fundamentele oorzaak van de labiliteit van de wereldeconomie gelegen is in het gebrek aan functioneren van het wereldgeldstelsel. Zoals bekend is leeft de wereld sinds 1973 met een regime van flexibele wisselkoersen, waarbij de valutakoersen regelmatig door een ad-hoc-interventie van de monetaire autoriteiten worden beïnvloed („managed floating”). Een bijdrage tot de zozeer gewenste stabiliteit op de mondiale valutamarkten en tot het gezonder functioneren van het internationale geldstelsel wordt geleverd door het op 13 maart 1979 geïntroduceerde Europees Monetair Stelsel (EMS). Dit oorspronkelijk Frans-Duitse plan is een monetair systeem dat is gericht op het tot stand brengen van een zone van monetaire stabiliteit in Europa door middel van een stelsel met stabiele, doch aanpasbare, wisselkoersen binnen de EG, met als eindfase een monetaire unie. Achter deze doelstelling ligt de grote zorg over de al vele jaren aanhoudende onrust op de internationale valutamarkten en de opvatting dat stabilere wisselkoersverhoudingen een levensvoorwaarde vormen voor het bedrijfsleven en voor de volkshuishouding als geheel. De labiliteit van het wisselkoersstelsel, zo wordt meestal geredeneerd, vergroot enerzijds de onzekerheden in het internationale betalingsverkeer (wisselkoersrisico's) en maakt anderzijds de roep om invoering van protectionistische maatregelen groter. Het behoeft geen betoog dat beide factoren zullen bijdragen tot een verslechtering van de wereldhandel en een verder inzakken van de wereldconjunctuur.

De beoogde wisselkoersstabiliteit en de levensvatbaarheid van het EMS kunnen echter alleen worden bereikt als de deelnemende landen ook daadwerkelijk een beleid voeren, dat is gericht op zowel grotere interne als externe stabiliteit. Maar dit betekent, dat beide elementen van de monetaire stabiliteit bij de beoordeling van het stelsel moeten worden betrokken. De vraag komt dan naar voren of beide doelstellingen ten aanzien van deze stabiliteit wel met elkaar zijn te verenigen. Als men de ontwikkeling van het stelsel in het verslagjaar bekijkt, dan is het niet zo verwonderlijk dat concrete voordeelingen op de weg naar interne stabiliteit nog niet konden worden bereikt. De versnelling van de inflatie droeg in de deelnemende landen een vrij ongelijkmatig karakter, waardoor de inflatieverschillen tussen de landen zijn gestegen (de inflatiegraden liepen uiteen van 1¹/₄% tot 12¹/₂% in 1978 en van 5% tot 20% in 1979) 12).

Men kan zich vervolgens gaan afvragen of de prijs die voor een grotere wisselkoersstabiliteit wordt betaald, nl. een verdere aantasting van de binnenlandse koopkracht van het geld, niet te hoog is. Immers, hetgeen hierboven werd opgemerkt ten aanzien van de rentevoet geldt ook hier. De interventies van de autoriteiten om de koersen te stabiliseren (fixatie van een prijsvariabele) vertalen zich in geldhoeveelheidsmutaties (hoeveelheidsvariabele), zodat de Bank de controle op de geldhoeveelheid verliest en het binnenlands prijsniveau erratische fluctuaties gaat vertonen. De verminderde onzekerheid in het internationaal betalingsverkeer (externe waarde van de geldeenheden) wordt binnengehaald ten koste van een grotere onzekerheid ten aanzien van de ontwikkeling van de binnenlandse koopkracht van de betreffende valuta (interne waarde van de geldeenheden). Het zijn juist deze inflatieverschillen, die koersfluctuaties genereren. Wanneer men terzelfder tijd de door inflatieverschillen geïnduceerde nominale bronnen van de wisselkoersfluctuaties wil mitigeren, is een strenge coördinatie ten aanzien van de monetaire politiek noodzake-

9) J.J. Sijben, *Rationele verwachtingen en de monetaire politiek*, Leiden, 1979, blz. 26.

10) DNB, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 123.

11) DNB, *Verslag over het jaar 1977*, blz. 20.

12) DNB, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 128; zie ook tabel 43, Montaire indicatoren in een aantal landen, blz. 124.

lijk, welke gericht is op een lage en stabiele gemeenschappelijke inflatiegraad 13).

Een wisselkoersarrangement kan alleen geloofwaardig en duurzaam zijn als in de deelnemende landen de economische ontwikkeling een redelijke mate van parallel te zien geeft. Dit betekent onderlinge afstemming van het macro-economische beleid. Daarbij zal het niet alleen gaan om een betere coördinatie van de te voeren monetaire politiek in verband met het terugdringen van de onderlinge inflatieverschillen, maar ook de omvang en de financiering van de begrotingstekorten, evenals de ontwikkeling van de collectieve-lastendruk en het loon- en prijsbeleid zullen een essentiële rol moeten spelen. Wanneer men het functioneren van het EMS in de prille beginperiode beziet, mag worden geconcludeerd dat het stelsel wat de externe stabiliteit van de valuta's betreft tot nog toe succesvol heeft gewerkt. De verschillende wisselkoersen hebben zich gedurende een groot deel van het jaar binnen nauwe grenzen bewogen, doordat in de deelnemende landen tijdig adequate maatregelen (disconto- en interventiepolitiek) zijn getroffen op de momenten, dat zich binnen het EMS valutaire spanningen hebben voorgedaan. Sinds de oprichting van het stelsel hebben drie wisselkoersaanpassingen plaatsgevonden; een revaluatie van de Duitse Mark (2%) en twee devaluaties van de Deense Kroon (3% en 5%), ten opzichte van de overige valuta's.

Ten slotte staat de president in het verslag stil bij de reeds in 1978 opgekomen idee omtrent de substitutierekening binnen het IMF 14). Deze gedachte werd ingegeven door het feit dat centrale banken er steeds meer toe overgingen een zekere diversificatie van hun internationale reserves tot stand te brengen. Daarbij werden dollarvoorraden omgezet in de relatief sterke valuta's (mark, yen en frank), hetgeen vaak aanleiding gaf tot verstoring van de valutamarkten. Het is nu de bedoeling van deze substitutierekening om aan de drang van centrale banken tegemoet te komen door een deel van hun geaccumuleerde dollarvoorraden op vrijwillige basis om te zetten in liquide vorderingen op het Fonds, luidende in bijzondere trekkingsrechten (SDR's). Op deze wijze zou tevens een stap kunnen worden gezet in de richting van een internationaal monetair bestel dat is gebaseerd op de SDR, in plaats van op een of andere reservevaluta. In het verleden is immers gebleken dat binnen een internationaal monetair bestel dat is gebaseerd op enkele reservevaluta's, de beheersing van de internationale liquiditeitsvoorziening uitermate moeilijk, dan wel onmogelijk kan zijn.

Hoewel de idee van de substitutierekening erg eenvoudig, inzichtelijk en aantrekkelijk lijkt, is er tot op dit moment toch nog een tweetal onopgeloste problemen blijven liggen. Zo is er de belangrijke kwestie of de substitutierekening eenmalig, dan wel periodiek zal worden opengesteld voor het afstoten van dollars door centrale banken. Men moet namelijk in ieder geval zien te voorkomen dat door de introductie van deze rekening een soort steunfonds voor de dollar zou worden gecreëerd, waarbij de Verenigde Staten zich via een omweg toch weer betalingsbalanstekorten zouden kunnen veroorloven en zo een internationale betalingsbalansfaciliteit zouden kunnen verwerven 15). Het is duidelijk dat een dergelijke ontwikkeling afbreuk zou doen aan de eigenlijke doelstelling van betere beheersing van de internationale liquiditeitsvoorziening.

Het tweede, meer technische vraagstuk betreft de verdeling van de eventuele vermogensverliezen op de nieuwe door het Fonds te beheren substitutierekening en de rente op de door het Fonds gecreëerde liquide activa. De lasten zouden kunnen drukken op de Verenigde Staten alleen, dan wel kunnen worden verdeeld over de Verenigde Staten, het Fonds en de depositanten. Onlangs is ook de gedachte naar voren gekomen om een deel van de goudvoorraad van het Fonds te gebruiken als een garantiemiddel tegen eventuele vermogensverliezen. Op deze wijze zou het goud weer een zekere plaats gaan innemen in het internationaal monetair stelsel, zij het dat dit gezinszins een remonetisering van het goud in de klassieke zin betekent, zoals ten tijde van het Bretton-Woodssysteem. Ook

binnen het EMS heeft het goud weer een functie toebedeeld gekregen, doordat de deelnemende landen 20% van hun goudreserves hebben ingeruild voor de Europese rekenenheid (Ecu), het officiële salderingsmiddel.

De binnenlandse economische situatie

Marktsector versus collectieve sector

Ten aanzien van de ontwikkeling van enkele belangrijke macro-economische grootheden en de daarmee verbonden fundamentele zwakte van de nationale economie kan het volgende worden opgemerkt. Zag de president in het verslag over 1978 nog een duidelijke hoop op een economisch herstel in ons land, indien, bij afwezigheid van externe schokken, alle participanten aan het economisch proces in goed overleg echt bereid zouden zijn orde op zaken te stellen met betrekking tot de ontwikkeling van het nationale kostenpeil en van de collectieve uitgaven, deze hoop is achteraf gezien ijdel gebleken. Zowel externe schokken (forse olieprijsstijgingen), als het vastlopen van de loononderhandelingen en een zorgwekkende toestand van de overheidsfinanciën hebben ertoe bijgedragen dat het economisch ziekteproces aanhoudt. Desondanks, zo stelt dr. Zijlstra, „behoeft aan de mogelijkheden tot economisch en financieel herstel (nog) niet te worden getwijfeld. Maar de tijd gaat wel dringen” 16). Hij verwijst daarbij naar het falend beleid in de jaren dertig als gevolg van het toenmalig gebrek aan economische analyse en de onvoldoende bestuurbaarheid van de economische ontwikkeling in de verschillende landen. Deze argumenten kunnen nu echter niet meer worden gehanteerd om het economisch ziekteproces te ontkennen, dan wel ongemoeid te laten. Het is thans volgens de president veeleer een gebrek aan de politieke bereidheid of aan de politieke mogelijkheden, dan wel aan beide, die een herstel van onze economie in de weg staan.

Naast een verslechtering van de externe positie, wordt de Nederlandse economie nog steeds gekweld door ernstige interne problemen. De betalingsbalans, welke voor een land als Nederland met een sterke open economie van vitaal belang is, vertoonde in 1979 voor het derde achtereenvolgende jaar een sterke achteruitgang. De scherpe omslag van de lopende rekening van de betalingsbalans van een overschot van f. 7,5 mrd. in 1976 naar een tekort van f. 4,8 mrd. in 1979, duidt erop dat de Nederlandse volkshuishouding als fundamenteel ongezond moet worden gekarakteriseerd. De aanzienlijke stijging van de arbeidskosten gedurende een reeks van jaren heeft onze concurrentiepositie ingrijpend aangetast. Hoewel het volume van de export (exclusief energie) 9% sterker steeg dan het wereldhandelsvolume, zijn de vooruitzichten voor onze externe positie echt niet bemoedigend.

De president van de centrale bank benadrukt dat onze gemengde economische orde een goed renderende marktsector behoeft, naast een collectieve sector die enerzijds zorg draagt voor een gezonde infrastructuur en anderzijds voor een collectieve-behoeftevoorziening, waaronder de sociale zekerheid een belangrijke plaats inneemt. Het is juist de marktsector, welke in financiële zin als „draagvlak” voor de collectieve sector fungeert, die de werkgelegenheid op peil moet houden. Daarvoor is echter een voldoende hoog rendement in het bedrijfsleven nodig. De afgelopen jaren hebben daarentegen te zien gegeven dat voortdurend middelen aan de marktsector zijn onttrokken ten behoeve van de collectieve sector. Binnen het overblijvende deel van de toegevoegde waarde van de marktsector zijn vervolgens de rendementen aanhoudend

13) P. Korteweg, *Exchange rate policy, monetary policy and Dutch-German co-operation*, Conference on Dutch-German economic relations, Den Haag, 30 november 1979.

14) DNB, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 15.

15) Idem, blz. 127.

16) Idem, blz. 17.

aangetast ten behoeve van de reëel besteedbare inkomens van de werknemers. Een en ander heeft geresulteerd in een voortdurend uitdijend financieringstekort van de overheid (in 1979 opgelopen tot 5,5% van het nationaal inkomen).

Tabel 1 geeft een inzicht in de ontwikkeling van de reëel beschikbare inkomens in de marktsector en van de afdrachten aan de collectieve sector (in procenten van de toegevoegde waarde van de marktsector) 17).

Tabel 1. Procentuele verdeling van de toegevoegde waarde van de marktsector

	1963	1971	1977	1978	1979
Toegevoegde waarde marktsector	100	100	100	100	100
Beschikbaar inkomen marktsector:					
- arbeidsinkomen	49,9	45,1	41,6	41,0	40,7
- overig inkomen	11,6	6,7	5,5	7,0	8,0
Afdrachten aan de collectieve sector	38,5	48,2	52,9	52,0	51,3
Uitgaven collectieve sector	42,9	51,7	57,6	57,9	59,1
Financieringstekort (-)	-4,4	-3,5	-4,7	-5,9	-7,8

Het behoeft geen betoog dat terugkeer naar een meer normale omvang van het financieringstekort en een gelijk-tijdig herstel van het overig-inkomensbestanddeel in de marktsector noodzakelijk zijn om een duurzame verbetering van de werkgelegenheid en van de betalingsbalanspositie tot stand te brengen. Daartoe is in concreto vereist dat binnen de macro-economische bestedingsmogelijkheden ruimte wordt gecreëerd, in die zin dat de groei van de reële beschikbare arbeids- en overdrachtsinkomens en van de overheidsuitgaven achterblijft bij de reële groei van de toegevoegde waarde van de marktsector 18). De hierdoor ontstane ruimte kan het bedrijfsleven enerzijds gebruiken voor een relatieve verlaging van de afzetprijzen t.o.v. de concurrenten, en anderzijds voor een rendementsverbetering en capaciteitsvergroting. De herverdeling van de productie van de marktsector via de collectieve sector vormt ook de achtergrond van de toenemende ongunstige verhouding tussen actieven en inactieven en van de knelpunten op de arbeidsmarkt. De strijd om de verdeling van de nationale middelen zal in de nabije toekomst verder verscherpen, daar het nationaal reële accres in 1980 van een te verwaarlozen betekenis zal zijn.

Evenals in de voorgaande verslagen maakt de president melding van de koppelingsmechanismen tussen enerzijds de verdiende lonen in de marktsector en anderzijds de salarissen en de sociale uitkeringen in de collectieve sector. Op deze wijze wordt een krachtig vliegwiel aan het draaien gebracht, zodat er een vicieuze cirkel ontstaat die door de volgende schakels wordt gekenmerkt: vergroting van de collectieve uitgaven → verhoging van de collectieve-lastendruk → stijging van de arbeidskosten → verslechteren van de rendementen en van de concurrentiepositie → toeneming van de werkloosheid → verdere verhoging van de collectieve uitgaven enz. Het is duidelijk dat deze afwentelingsprocessen het verdelingsprobleem uitermate compliceren, waardoor bij het ontbreken van de politieke wil of van de politieke mogelijkheden het economisch verziensproces in onze volkshuishouding wordt gecontinueerd. De toestand van de overheidsfinanciën is zorgelijk en een scherpe bewaking van het financieringstekort van de overheid is uitermate van belang. De ontwikkeling van de lonen en van het procentuele beslag van de overheid op de nationale middelen zal in de nabije toekomst cruciaal zijn voor de richting die onze uit het lood geslagen economie zal inslaan: ten kwade, als het hiervóór genoemde vliegwiel draaiende blijft, dan wel (toch nog) ten goede, als het vicieuze proces wordt onderbroken 19).

Het is natuurlijk erg gemakkelijk om de ernst van het verdelingsprobleem te ontlopen en de spanningen tijdelijk weg te nemen door het nominaal opblazen van een gegeven reëel resultaat door middel van het beschikbaar stellen van inflatoire financieringsmiddelen. Het is een juiste stellingname van de president de „inflatoire weg” geen werkelijke oplossing voor de onderhavige problematiek te achten. Bo-

vendien kan men aan een dergelijke oplossing verslaafd raken, zodat in wezen de moeilijkheden op het buitenland worden afgewenteld. De zorg van de president van De Nederlandsche Bank om de toestand van de overheidsfinanciën hangt ten nauwste samen met zijn primaire verantwoordelijkheid, zoals is neergelegd in art. 9 van de Bankwet 1948, te weten het handhaven van de koopkracht van de gulden. Daar de schatkist leeg is zal een verdergaande collectivisering moeten worden voorkomen. Dit betekent in feite dat in de huidige periode van een te verwaarlozen reële economische groei een bijstelling van het uitgavenpeil van de gehele collectieve sector onontkoombaar is geworden. Verder uitstel kan alleen maar resulteren in verzwaring van het onvermijdelijke toekomstige aanpassingsproces.

Financieringstekort, geldgroei en monetair beleid

In het algemeen overzicht schenkt dr. Zijlstra uitvoerig aandacht aan de interactie tussen het hoog opgelopen financieringstekort, het monetair- en wisselkoersbeleid en de ontwikkeling van de betalingsbalanspositie. Hij wijst er terecht op dat het tekort van de overheid niet meer volledig uit de nationale besparingen, dus op de kapitaalmarkt, of zo men wil, op een monetair-neutrale wijze kan worden gefinancierd. Door een verdere terugval van de nationale besparingen zijn de beschikbare kapitaalmarkt middelen sterk verminderd. Een en ander zal dan ook onvermijdelijk leiden tot geldcreatie c.q. liquiditeitscreatie ten behoeve van de overheid (monetaire financiering). In het verslagjaar bedroeg het financieringstekort van de totale overheid f. 15 mrd., waarvan voor f. 10,4 mrd. dekking werd gevonden op de kapitaalmarkt. Het resterende bedrag (f. 4,6 mrd.) werd monetair gefinancierd, waarmee in het verslagjaar het beroep van de overheid op liquiditeitscreatie wederom is gestegen. (f. 0,75 mrd. in 1977 en f. 3,25 mrd. in 1978) 20).

De president is echter van mening dat het zeer gewenst is het financieringstekort om te buigen naar een omvang die de monetaire financiering overbodig maakt, zodat het tekort weer aansluit bij de structurele groei van de marktsector (en het spaaroverschot van de particuliere sector juist absorbeert). Hij benadrukt in dit verband de eerste verantwoordelijkheid van De Nederlandsche Bank, welke is gelegen in het reguleren en daarbij zoveel mogelijk stabiliseren van de waarde van het geld 21). In een recente publikatie merkt hij te dien aanzien op, „with all this in mind, it need hardly be argued, at least in my view, that a central bank should be an independent body with a statute which clearly states its task of maintaining the value of money” 22). De Bank zou, zo schrijft de president in het verslag over 1978 (blz. 20), gelet op haar verantwoordelijkheid niet dan van grote zorg vervuld zulk een situatie (lees: monetaire financiering) naderbij zien komen. De dreiging is, ondanks de voorzichtige formulering, onmiskenbaar en men mag gevoelig wel aannemen dat de Bank pas met dergelijke waarschuwingen naar voren treedt als ze „zulk een situatie” in feite al geruime tijd ziet naderen. In het verslag spreekt de president onomwonden van „de verontruste opwaartse tendens van het monetair gefinancierde gedeelte van dit tekort, zijnde de graadmeter van de *onmacht* om op het terrein van de publieke financiën orde op zaken te stellen” 23).

Dr. Zijlstra wijst erop dat De Nederlandsche Bank in het kader van genoemde verantwoordelijkheid een gematigde monetaristische koers volgt, een monetaristisch geïnspireerde geldpolitieke gedragslijn, waarbij de betekenis van de geldhoeveelheid

17) DNB, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 36.

18) *Idem*, blz. 46-47.

19) *Idem*, blz. 18.

20) *Idem*, blz. 64, tabel 20.

21) *Idem*, blz. 19.

22) J. Zijlstra, *Monetary theory and monetary policy*, *De Economist*, 1979, nr. 1, blz. 13.

23) DNB, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 21.

als beleidsinstrument als centraal uitgangspunt wordt genomen 24). De Bank heeft dit kwantiteitstheoretisch geïnspireerde beleid na de oorlog, zij het steeds onder wisselende omstandigheden, steeds getracht te verwezenlijken. Het monetaristisch beleid is gematigd in die zin, dat de Bank niet aansluit bij de strengere monetaristische visie, die er op neerkomt dat men door het volkomen in de hand houden van de geldgroei de ontwikkeling van het economisch proces in zijn totaliteit kan beheersen. Dr. Zijlstra is veeleer voorstander van een zekere integrale hantering van de beleidsinstrumenten, waarbij de geldhoeveelheidspolitiek een belangrijke functie vervult. Zo merkt hij op „... de Bank was en is van oordeel dat een beheersing van de geldhoeveelheid een noodzakelijke, maar geenszins voldoende voorwaarde voor een doeltreffend economisch en financieel beleid is” 25). Hoewel hij erkent dat de geldhoeveelheid wel degelijk als beleidsinstrument effectief is, en zich daarmee aansluit bij de kritiek van de monetaristen op de keynesiaanse visie van een accommoderend monetaire politiek, is hij toch geen voorstander van de strengere variant van het monetaristische denkmodel, waarbij de noodzaak en de effectiviteit van andere beleidsinstrumenten in wezen worden uitgesloten 26). Hij heeft deze visie onlangs scherp verwoord waar hij stelt:

„My exposition recognizes monetary policy as an indispensable policy instrument, next to several others of which I would like to name fiscal policy and incomes plus price policies, based on an analysis of the functions and functioning of money. In various ways this view generates a pragmatic undogmatic approach towards the actual problems in the monetary field” en verderop, „Despite all relativity, my exposition turns around an essential hard core: the principle to maintain the integrity of money and I therefore prefer the term „moderate” to „pragmatic”” 27).

Een dergelijke geldpolitieke gedragslijn betekent in wezen dat een gezonde-geldgroei-regel moet inhouden, dat de groei-voet van de geldhoeveelheid dient aan te sluiten bij de trendmatige groei-voet van de reële produktie. Op deze wijze vormt het monetaire beleid een doeltreffend instrument ter voorkoming van inflatie. Immers, onder die omstandigheden wordt géén speelruimte gegeven voor prijsstijgingen en wordt de „monetaire aandrijving” van inflatieprocessen nauwlettend in de hand gehouden. De afgelopen drie jaren is het beleid van de Bank gericht geweest op het terugdringen van de destijds vrij hoge liquiditeitsgraad van onze economie (zie tabel 2), welke tot uitdrukking komt in de nationale liquiditeitsquote. Deze grootte geeft de verhouding weer tussen de liquiditeitsmassa en het nominaal nationaal inkomen. In 1977 is als richtsnoer genomen dat op de middellange termijn deze quote met rond 4 (procent)punten zou moeten dalen, waarbij jaarlijks rekening zou worden gehouden met de concrete economische verhoudingen.

Tabel 2. Overzicht van de monetaire ontwikkeling in de jaren zeventig

	Gemiddelde 1972-1976	1977	1978	1979
Liquiditeitstoevoer buitenland	5	-1 1/4	-4 1/4	-3 1/4
Binnenlandse liquiditeitscreatie	10 3/4	8 1/2	10	10 1/2
Toename binnenlandse liquiditeitsmassa	15 3/4	7 1/4	5 1/4	6 1/4
Liquiditeitsabsorptie door stijging van het nationale inkomen in de loop van het jaar	13	7 1/4	7 1/4	7 1/2
waarvan uit hoofde van:				
- produktiestijging	3 3/4	3/4	2 1/2	2 1/4
- prijsstijging	9	6 1/2	4 1/2	5 1/4
Procentuele stijging van de liqui- teitsquote in de loop van het jaar	2 1/4	-	-2	-3/4

Opgemerkt moet worden dat een daling van de liquiditeitsquote eigenlijk alleen maar interessant is voor zover deze daling ook gepaard gaat met een teruglopen van de inflatie. Een beleid, dat is gericht op een stabilisatie van de quote, moet in het licht van een bestaande inflatoire ontwikkeling niet zo gunstig worden beoordeeld. Deze liquiditeitsquote kan im-

mers bij een met de stijging van het nominaal nationaal inkomen voldoende meegaande geldgroei zeer wel constant worden gehouden bij elk willekeurig percentage prijsstijging en produktiegroei.

De voor het verslagjaar toegestane monetaire ruimte was afgestemd op het gelijkblijven van de nationale liquiditeitsquote, hetgeen neerkwam op een binnenlandse liquiditeitscreatie van f. 8,5 mrd. ten behoeve van de overheid en f. 5,5 mrd. ten behoeve van de particuliere sector 28). De toegestane liquiditeitsruimte ten behoeve van de overheid moet niet als een impliciete toelaatbare omvang van het financieringstekort worden aangemerkt, maar moet enkel als van calculatorische aard worden beschouwd. De ruimte dient namelijk om de grenzen te bepalen voor de met het bankwezen overeen te komen kredietrestrictieregelingen.

Daarnaast wordt er bij de vaststelling van de monetaire streefwaarde van uitgegaan dat de monetaire invloed van de betalingsbalanspositie buiten de bepaling van de in het binnenland toelaatbare liquiditeitscreatie wordt gehouden. Dit komt er in feite op neer, dat een tekort op de betalingsbalans zich dient te vertalen in een daling van de nationale liquiditeitsquote. Liquiditeitsmutaties als gevolg van onevenwichtige betalingsbalansposities zullen niet worden gecompenseerd, maar moeten volledig doorwerken in de binnenlandse monetaire verhoudingen. Immers, een dergelijk compenserend beleid met betrekking tot de actuele betalingsbalanstekorten op lopende rekening zou leiden tot extra geldcreatie, die enerzijds een voedingsbron kan gaan vormen voor inflatieprocessen en inflatieverwachtingen en die anderzijds een financieringsbron vormt voor de bedoelde tekorten, zodat de externe onevenwichtigheid blijft voortbestaan. Ten slotte is de toelaatbare liquiditeitscreatie ook zodanig vastgesteld, dat deze geen parkeerterrein biedt aan door binnenlandse factoren aangewakkerde inflatieprocessen 29).

Aan de hand van het in tabel 2 weergegeven monetair overzicht kan een inzicht worden verkregen in de monetaire ontwikkeling in de jaren zeventig (in % van de binnenlandse liquiditeitsmassa aan het begin van het jaar 30).

Uitgaande van de visie dat de liquiditeiten, die naar het buitenland afvloeien, een gevolg zijn van de binnenlandse liquiditeitscreatie en niet als oorzaak optreden, is het monetaire beleid eerder als ruim dan als krap aan te merken. Mede door de sterke inflatoire financiering van de overheid was de binnenlandse liquiditeitscreatie van ruim 10% ten opzichte van de groei van het nationaal inkomen in de loop van het jaar van 7 1/2% te ruim, zodat het liquiditeitsoverschot een uitweg vond naar het buitenland en de betalingsbalanspositie verslechterde 31). De hoge rentevoet, waarover hiervóór is gesproken, moet men dan ook niet beschouwen als de uitdrukking van een te restrictief monetaire beleid. Het zijn, zoals gezegd, de hoge rentestand in de Verenigde Staten en het omvangrijke kapitaalmarktberoep van de overheid (3,8% van het nationaal inkomen) die de rente zo sterk hebben opgestuwd. De hoge rente is een weerspiegeling van het spaartekort in onze volkshuishouding, dat zich manifesteert in een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans.

Dr. Zijlstra ziet geen enkel heil meer in het verder opvoeren van het financieringstekort, daar onder de huidige omstandigheden een keynesiaanse politiek van vraagstimulering geen reële effecten zal genereren, maar slechts zal leiden tot verhoging van het inflatietempo 32). Het zijn vooral de knelpunten

24) DNB, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 19. Zie ook de rede van dr. Zijlstra, Central Banking — a moderate monetarist view, Jerusalem, november 1979.

25) DNB, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 19.

26) J. J. Sijben, *Rationele verwachtingen en de monetaire politiek*, Leiden, 1979.

27) J. Zijlstra, Jerusalem, t.a.p., blz. 22.

28) DNB, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 20.

29) Idem, blz. 20.

30) Idem, blz. 64.

31) Idem, blz. 20-21.

32) Deze visie past zeer goed in de theorie van de verschuivende Phillipscurve en de „natuurlijke werkloosheids”-hypothese.

aan de aanbodzijde van de economie (het gebrekkig functioneren van de arbeidsmarkt, concurrentiepositie enz.) die de economische stagnatie veroorzaken. Derhalve is het geleidelijk terugdringen van het financieringstekort, zodat monetaire financiering overbodig wordt, een eerste vereiste ten einde het economisch evenwicht duurzaam te herstellen.

Tegen deze achtergrond menen we te mogen vaststellen dat een wezenlijke bijdrage tot de inflatiebestrijding is gelegen in het geleidelijk terugdraaien en stabiliseren van de groeivoet van de liquiditeitsmassa, opdat deze op de lange termijn niet méér stijgt dan overeenkomt met de trendmatige groeivoet van de reële produktie. In dat geval wordt althans één van de financieringsbronnen van de prijsstijging, en verweg de belangrijkste in de jaren zeventig, weggenomen. Het inflatieproces is in essentie een monetair verschijnsel dat zich niet effectief kan manifesteren tenzij de monetaire autoriteiten ook de monetaire brandstof ter beschikking stellen (afgezien van een verhoging van de omloopsnelheid van het geld). In dit verband merkt dr. Zijlstra op: „An excessive supply of money will sooner or later lead to inflation, to the debasement of money. It is therefore essential to control the volume of money” 33). Een terugkeer naar de hiervoor genoemde monetair-politieke grondregel zal echter in de praktijk geleidelijk moeten geschieden. Immers, een plotselinge en scherpe ombuiging op korte termijn zou aanzienlijke schade kunnen veroorzaken in termen van produktie- en werkgelegenheidsverlies als gevolg van het oproepen van een ernstige liquiditeitscrisis. Een dergelijke geleidelijke overgang naar een stabiele geldgroei overeenkomstig de reële produktiestijging zal ook de destabiliserende werking van de inflatieverwachtingen (inflatie-psychologie) en de daarmee verbonden afwentelingsprocessen (zie hiervoor ten aanzien van lonen en rente) kunnen wegnemen, dan wel kunnen matigen. Het gaat daarbij om een geldpolitieke gedragslijn waarbij vooraf een vaste groeivoet van de geldhoeveelheid wordt afgekondigd. De participanten aan het economisch proces kunnen dan hiermee rekening houden bij hun economische besluitvorming. Het is wel van groot belang dat de autoriteiten deze politiek van beheerste geldgroei ook daadwerkelijk ten uitvoer brengen en handhaven. Het publiek moet er immers op kunnen vertrouwen en er echt van overtuigd raken dat de centrale bank vastbesloten is de inflatie niet slechts tijdelijk, maar blijvend te beteugelen. Op deze wijze kan de monetaire politiek ertoe bijdragen de onzekerheid bij het publiek ten aanzien van de toekomstige ontwikkeling van het prijsniveau te verminderen, en zal een einde kunnen komen aan de hoge variabele en onvoorspelende inflatie, zodat het vertrouwen in de toekomst (investeringsactiviteit) weer wordt hersteld. Tevens zullen hierdoor de bekende loon-prijsspiraal en de afwentelingsprocessen worden doorbroken, waardoor op den duur stabielere financiële verhoudingen kunnen worden bereikt.

De hiervoor genoemde ombuiging van het monetair beleid als instrument ter beteugeling van de inflatie zal alleen succesvol kunnen zijn wanneer het wordt ondersteund door een daarop aansluitend inkomens- en begrotingsbeleid. Een redressering van onze stagnerende economie zal nog alleen kunnen optreden als ook de kostenontwikkeling (concurrentiepositie), de inflatie en de collectivisering (belasting- en sociale-premiedruk) beter in de hand worden gehouden dan in de jaren zeventig het geval is geweest. Door relatieve verlaging van de collectieve-lastendruk zal een groter deel van de reële inkomensstijging voor de werknemers vrij besteedbaar overblijven en zal de nominale loonstijging dienovereenkomstig geringer kunnen zijn. Gegeven een bepaalde arbeidsproductiviteitsstijging zal tevens de prijsstijging kunnen worden afgezwakt. Dit betekent derhalve een beleid gericht op beperking, vervolgens stabilisatie en ten slotte zelfs vermindering van de druk van belastingen en sociale premies op het primaire inkomen van de economisch actieven. Het mes snijdt dan als het ware aan twee kanten. Enerzijds zullen de afwentelingsprocessen een halt kunnen worden toegevoerd, waardoor een bijdrage wordt geleverd aan de inflatiebestrijding. Anderzijds zal de bruto reële loonontwikkeling weer

meer kunnen worden afgestemd op de voor ruilvoetmutaties gecorrigeerde ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit. Hierdoor zal de positie van het overig inkomen in de marktsector kunnen verbeteren, waardoor weer een vergroting van de investeringsactiviteit in deze sector kan optreden. Het budgettaire beleid moet van dien aard zijn dat onder normale conjuncturele en structurele omstandigheden liquiditeitscreatie, monetaire financiering, kan worden voorkomen. Dit betekent in concreto dat een financieringstekort moet worden nagestreefd waarvoor dekking kan worden gevonden op de kapitaalmarkt (dus uit binnenlandse besparingen). De grondslag van een dergelijk trendmatig begrotingsbeleid komt er in het kort op neer, dat de omvang van het tekort zodanig moet zijn dat over een reeks van jaren de besparingsoverschotten en tekorten in de verschillende sectoren van de economie elkaar compenseren. Daarbij resulteert, rekening houdend met een structureel overschot op de lopende rekening ter financiering van de ontwikkelingshulp, een financieringstekort van de overheid dat van de ene periode op de andere als percentage van het nationaal inkomen constant blijft. Bij een structurele norm voor dit tekort van 4% van het nationaal inkomen en de 5,5% onder de huidige omstandigheden, kan men wel begrip opbrengen voor de zorg van de president omtrent de toestand van de overheidsfinanciën.

Dr. Zijlstra wijst er terecht op dat financiering van de overheidstekorten door het plaatsen van leningen in het buitenland geen enkele zin heeft. Immers, ook deze leningoperaties betekenen monetaire financiering, waarbij de dringende sanering van de overheidsfinanciën weer wordt uitgesteld 34). Wel heeft de Bank haar beleid gericht op het tot stand brengen van een ommekeer in het lange particuliere kapitaalverkeer met het buitenland door een grotere liberalisatie van de kapitaalimport. Wil een en ander succesvol zijn, dan is een actief rentebeleid nodig ter ondersteuning van de wisselkoers, zodat de gulden een sterke positie kan innemen op de internationale financiële markten. Ook het geldmarkt- en valutamarktbeleid van de Bank waren geheel passend in het algehele beleid, gericht op een gezonde externe positie van onze geldeenheid en op een zo groot mogelijke stabilisatie van het binnenlands prijsniveau. Dit hangt samen met het feit dat depreciatie van de gulden weer voeding zou kunnen geven aan inflatieprocessen via de afwenteling van de gestegen invoerkosten in de lonen en prijzen. De hiervoor genoemde spiraalwerking zou dan weer vrij spel kunnen krijgen, waarbij wantrouwen tegen de gulden zou gaan ontstaan. De Bank heeft derhalve de internationale rente-ontwikkeling nauwlettend gevolgd (recente discontoverhoging), ten einde depreciatie van de valuta te vermijden en de noodzakelijke kapitaalimport te genereren.

Uitgaande van de hier geschetste economisch-politieke gedragslijn, zowel ten aanzien van het inkomens- en het budgettaire beleid als van het monetaire beleid, zullen zich weer substantiële verbeteringen kunnen gaan voordoen aan de kant van de produktie en de werkgelegenheid, zodat het nationale inkomen in reële termen groter kan worden. Aansluitend bij de opmerking van de president van De Nederlandse Bank menen we te mogen stellen dat dit echter alleen kan worden gerealiseerd indien enerzijds alle deelnemers aan het economisch proces echt bereid zijn hun medewerking te verlenen, bereid zijn tot geven en nemen, en anderzijds minder gezag en verantwoordelijkheid wordt gegeven aan allerlei georganiseerde groepsbelangen dan in het recente verleden het geval is geweest.

Jac. J. Sijben

33) J. Zijlstra, *De Economist*, op. cit., blz. 18.

34) DNB, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 21.