

# Het verslag van De Nederlandsche Bank over het jaar 1980

PROF. DR. H. VISSER\*

**Enige weken geleden verscheen het *Verslag over het jaar 1980* van De Nederlandsche Bank NV. In dit artikel wordt het jaarverslag uitgebreid besproken.**

**Behalve de economische situatie in binnen- en buitenland, komt de kritiek op het beleid van de Bank ter sprake. De auteur neemt het op voor de Bankpresident die in zijn Algemeen overzicht de voorstellen om te devalueren, goud te verkopen of de overheid in het buitenland te laten lenen, onbarmhartig van de hand wijst.**

## Inleiding

Het Verslag van de president van De Nederlandsche Bank (DNB) is, zoals te verwachten was, niet erg vrolijk van toon. De binnenlandse economische ontwikkelingen zijn niet gunstig te noemen en van de wereldeconomie valt ook weinig bemoedigends te vertellen. Niettemin, zo besluit dr. Zijlstra zijn Algemeen overzicht, is het te vroeg om te wanhopen.

Sombere geluiden in het jaarverslag van DNB zijn niet nieuw. Wel onderscheidt het Algemeen overzicht van de president zich dit jaar naar mijn gevoel door een grotere aandacht voor de kritiek die op het beleid van DNB geleverd is en voor inzichten die afwijken van die van DNB. Waarschijnlijk wordt er ook meer kritiek uitgeoefend. Vergeleken met de aandacht die het Congres in de Verenigde Staten aan het monetaire beleid besteedt, doet de belangstelling die het Nederlandse parlement daarvoor toont, wat povertjes aan. Het is daarom goed dat DNB de discussie niet schuwt en bereid is haar beleid en haar visie niet alleen in de vakliteratuur, maar ook in haar jaarverslag en in vraaggesprekken voor een groter publiek te verdedigen en toe te lichten. Deze bespreking wil ik structureren aan de hand van de kritiek op het beleid en de visie van DNB en de reactie van DNB daarop. Daartoe lijkt het dienstig eerst een resumé te geven van de beschouwingen in het Algemeen overzicht over de ontwikkelingen in de wereldeconomie en in het binnenland. Deze beschouwingen laten immers zien hoe DNB de omgeving ervaart waarin zij haar beleid moet voeren.

## De internationale economische ontwikkelingen

In de loop van 1981 is er, aldus dr. Zijlstra, enig herstel van de wereldeconomie mogelijk. Dit herstel zal echter eerder betrekking hebben op het produktievolume dan op de werkgelegenheid en kan door nieuwe belangrijke olieprijsverhogingen en politieke schokken gemakkelijk teniet worden gedaan. Overigens gaat het niet overal even slecht: de Verenigde Staten, Japan en enkele andere Zuidoostaziatische landen doen het relatief goed, terwijl West-Europa, met uitzondering van Zwitserland, het echte recessiegebied lijkt te worden. Gaat de economie in West-Europa niet steeds meer trekken vertonen als die van de jaren dertig? Het lijkt erop, als we naar de slechte vooruitzichten voor de werkgelegenheid kijken. Er zijn evenwel ook duidelijke verschillen: de prijzen kelderen nu niet en van een absolute daling van de produktie en de internationale handel is niet of nauwe-

lijks sprake. De toestand van de jaren dertig kan echter terugkeren als de toenemende protectionistische tendensen in de wereld vastere vormen aannemen.

Ook als de conjunctuur weer aantrekt zal de werkloosheid, vooral in West-Europa, omvangrijk blijven. Er is hier een harde kern van structurele werkloosheid ontstaan. Deze hangt samen met de grote veranderingen in de wereldeconomie, waarbij traditionele industriële activiteiten in de oude industrielanden ten onder dreigen te gaan. Het antwoord zal gevonden moeten worden in een grote investeringsactiviteit in het bedrijfsleven.

Voor een herstel van de wereldconjunctuur is een goed functionerend internationaal monetair stelsel van belang. De olieprijsstijgingen zetten het systeem onder druk. In 1980 stond tegenover een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalansen van een aantal olieproducerende landen van ca. \$ 110 mrd. een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalansen van de OESO-landen van \$ 75 mrd. en van de niet-olieproducerende ontwikkelingslanden van \$ 52 mrd. Het terugsluizen door het internationale bankwezen is evenwel voortreffelijk gelukt, terwijl ook de officiële hulpverlening een belangrijke rol speelde.

Dr. Zijlstra waagt zich niet aan beschouwingen over de toekomst. Wel releveert hij de bezorgdheid van de presidenten van de centrale banken van Zwitserland en de Groep van Tien ten aanzien van de risico's die het bankwezen bij voortzetting van de snelle groei van de internationale kredietverlening kan gaan lopen. Deze presidenten houden zich in het kader van de Bank voor Internationale Betalingen bezig met de mogelijkheden van bedrijfseconomisch en monetair toezicht op het internationale bankwezen. Ten aanzien van het bedrijfseconomische toezicht is enige vooruitgang geboekt. Veel belang wordt door de presidenten gehecht aan aanbevelingen die zijn gedaan door het Committee on banking regulations and supervisory practices, een werkgroep van de betrokken centrale banken. Deze hadden vooral betrekking op de consolidatie van bankbalansen van de moederinstellingen met die van de bancaire dochterinstellingen en deelnemingen als uitgangspunt voor het toezicht. Met betrekking tot het monetaire toezicht kwam men nog niet veel verder.

Het andere aspect van het internationale monetaire

\* Hoogleraar geld- en bankwezen en monetaire theorie aan de Vrije Universiteit te Amsterdam.

systeem waarop dr. Zijlstra ingaat, is dat van het wisselkoers-systeem. Hij constateert dat het nog niet duidelijk is welke vorm tussen een systeem van vaste pariteiten en een systeem van volledig vrije wisselkoersen zal moeten worden nagestreefd. Het systeem van vaste pariteiten dat binnen de EG weer is ingevoerd, heeft niet slecht gewerkt. Een systeem van volledig vrije wisselkoersen wijst dr. Zijlstra af. Maar ook hier waagt hij zich niet aan prognoses.

Dr. Zijlstra vermeldt vervolgens dat het IMF in het afgelopen jaar zijn faciliteiten heeft uitgebreid en een belangrijke bijdrage heeft geleverd tot het opvangen van ernstige betalingsbalanstekorten, waarvan vooral de niet-olieproducerende ontwikkelingslanden te lijden hebben. Die landen hebben echter met financieringsproblemen te maken gekregen die structureel zijn en daarom niet door het IMF opgevangen kunnen worden zonder dat het fonds als mondiaal monetair instituut zou denatureren. Het gevaar dreigt dat dan een beperkt aantal sterke landen de internationale monetaire problemen onder elkaar zou gaan regelen.

Ten slotte de internationale renteontwikkeling. Het monetaire beleid in de Verenigde Staten is nogal wisselvallig geweest. Forse rentefluctuaties waren hiervan het gevolg. De rente bleef daarbij wel op een hoog niveau: in de tweede helft van 1980 was de „prime rate” ruim 20%. Ook in het Verenigd Koninkrijk bleef de rente zeer hoog. De hoge Amerikaanse rente drijft het rentepeil elders in de wereld ook op, doordat de hoge rentestand en de positieve koersverwachting ten aanzien van de dollar de internationale kapitaalstroom naar de Verenigde Staten hebben geleid. Voor landen met een relatief lage inflatiegraad, zoals Nederland, heeft dat geleid tot uitzonderlijk hoge reële-rentestanden, die het economisch herstel hinderen.

Is daar iets tegen te doen? vraagt dr. Zijlstra zich af. Zijn antwoord is: nee, nauwelijks. Men kan slechts enige afstand nemen van de hoge Amerikaanse rentestanden door een overmatig beroep op de geld- en kapitaalmarkt te vermijden. Rentestanden kunnen, aldus dr. Zijlstra, evenmin als inflatie, naar beneden worden gepreft. Additionele geldschepping helpt ook niet, want na verloop van tijd zou de inflatie worden aangewakkerd, waardoor nog hogere rentestanden zouden resulteren. Wel zou er wat verwacht mogen worden van een betere coördinatie van de monetaire beleidsmaatregelen van de verschillende landen. In dit verband merkt dr. Zijlstra op dat de geheimen van een monetair beleid dat gebaseerd is op de zogenaamde „monetary base” nog onvoldoende zijn ontsluit.

### De binnenlandse ontwikkelingen

In Nederland gaat het slecht. De achteruitgang van de internationale conjunctuur is nadelig geweest, maar biedt een onvoldoende verklaring. Er is in Nederland te weinig gedaan om tot herstel te komen. Het enige lichtpuntje is dat het beleid van de regering al enige jaren tot een lichte verbetering van de Nederlandse concurrentiepositie heeft geleid. De inflatie, gemeten aan het prijspeil van de gezinsconsumptie, liep echter op tot 6½% (tegen 4,2% in 1979) en het financieringstekort van de overheid tot 7½% (tegen 5,6% in 1979). Ernstiger nog is de werkgelegenheidssituatie. De oorzaken van de malaise zijn — het is al vaker in de jaarverslagen van DNB betoogd — te kort schietende bedrijfsinvesteringen, terug te voeren op stijgende kosten en dalende rendementen, en oplopende financieringstekorten.

Het beleid van DNB was wederom gericht op beheersing van de geldhoeveelheid ten einde de inflatie te bestrijden. Ondanks de toeneming van de inflatie in 1980 is dat beleid niet zonder succes gebleken, als we de Nederlandse situatie vergelijken met de buitenlandse. De binnenlandse liquiditeitscreatie bedroeg 7½%, tegen een groei van het nominale nationale inkomen van 6%. De liquiditeitsquote kon toch dalen, daar van de toeneming van de liquiditeitsmassa van 7½% niet minder dan 4% wegvloede naar het buitenland.

Over de afgelopen vier jaar heeft de binnenlandse liquiditeitscreatie gemiddeld 9½% bedragen, de stijging van het nominale nationale inkomen 6½% en de netto toeneming van de liquiditeitsmassa gemiddeld 6%. De oorzaak van de overmatige liquiditeitscreatie was wederom de overheid. De door haar uitgelokte monetaire financiering bedroeg in 1980 f. 5,7 mrd. (tegen f. 4,7 mrd. in 1979) en, aldus dr. Zijlstra, „Een gat in de schatkist is een gat in de betalingsbalans”. Het tekort op de betalingsbalans (van de niet-monetaire sectoren) kon gedekt worden door een toeneming van de netto-schuldpositie van het Nederlandse bankwezen tegenover het buitenland met f. 6,4 mrd.

Ten aanzien van het financieringstekort van de publieke sector onderscheidt dr. Zijlstra de volgende vijf manieren waarop dat tekort kan worden gedekt:

- het financieringstekort kan met de nationale besparingen op de binnenlandse kapitaalmarkt worden gedekt. Als een land daarin slaagt, zoals Nederland vroeger, speelt het in de eredivisie;
- het financieringstekort kan nog op de binnenlandse kapitaalmarkt worden gedekt, maar niet meer volledig uit de nationale besparingen. Er is buitenlands aanbod van kapitaal. Het geld wordt uit het buitenland *gebracht*. Nederland verkeert nu in die positie;
- het financieringstekort wordt zo groot dat de kapitaal-invoer niet meer spontaan komt. De regering weet nog wel buitenlandse beleggers te interesseren voor belegging in staatsleningen, luidend in de nationale valuta. Het geld moet nu worden *gehaald*;
- buitenlandse geldgevers willen, bij een voortgaande stijging van het financieringstekort, niet meer in de nationale valuta lenen. Voor leningen in een respectabeler valuta willen zij het geld nog wel komen *brengen*;
- ten slotte kan het financieringstekort zo groot worden dat het debiteurland het geld moet zien te *halen* waar het nog te halen valt, op voorwaarden die de crediteur dicteert.

Het probleem is volgens dr. Zijlstra dat men wel gemakkelijk afdaalt van a naar e, maar dat de weg terug moeilijk is. Hij erkent overigens dat het financieringstekort in Nederland ten dele een endogeen karakter heeft, doordat de belastingontvangsten de weerslag ondervinden van de conjuncturele neergang. Nu zo lang gewacht is met het „keren van het structurele tijd” — een wat moeizame beeldspraak van dr. Zijlstra, daar het tij naar zijn aard en golfbeweging, dus conjunctureel is — zal het niet alleen moeilijk zijn, maar ook veel tijd kosten de economische problemen van ons land op te lossen. Het is, met andere woorden, een kwestie van volhouden om de concurrentiepositie en de rendementspositie van het bedrijfsleven te herstellen en het financieringstekort van de overheid binnen aanvaardbare grenzen terug te brengen.

### Het standpunt van DNB over visies die van de hare afwijken

Dr. Zijlstra gaat vrij uitvoerig in op kritiek die op het beleid van DNB geleverd is en op visies die van die van DNB afwijken. Hij doet heel begrijpend over die kritiek, immers, „het monetaire beleid komt harder aan en moet ook harder aankomen naar de mate waarin het beleid op andere terreinen faalt” 1). Die andere terreinen zijn het loon- en prijsbeleid — met de nadruk op loonmatiging — en het budgettaire beleid van de overheid, waarbij het vooral om de omvang van het financieringstekort gaat 2). Bij de behandeling

1) De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1980*, Amsterdam, 1981, blz. 19.

2) Idem, blz. 22.

van de geschilpunten zal de kritiek iets explicieter behandeld worden dan dr. Zijlstra in zijn verslag kon doen 3).

### Het rente- en wisselkoersbeleid

DNB is verweten dat zij door haar restrictieve beleid de rente hoog houdt. Gans noemt het effect van de hoge rente op de werkgelegenheid zelfs fataal 4). Voer, zo zegt Gans, een beleid dat gericht is op bevordering van de werkgelegenheid op korte termijn en geef niet langer prioriteit aan de harde gulden en aan de inflatiebestrijding langs monetaire weg. We moeten de gevolgen daarvan maar aanvaarden, te weten hetzij een daling van de goud- en deviezenreserves, hetzij depreciatie van de gulden. Als we dat niet wensen, zou de regering rechtstreeks leningen in het buitenland kunnen plaatsen, zodat de binnenlandse kapitaalmarktrente geen monetair instrument meer hoeft te zijn. Vooral in de bouw dient, aldus Gans, de werkloosheid bestreden te worden. Gebruik daartoe, zo beveelt hij aan, de opbrengst van in het buitenland geplaatste leningen of, een nieuw element, realiseer daartoe een deel van de waardestijging van het monetaire goud 5).

Een hartstochtelijk pleidooi voor een expansief beleid is ook te vinden in de bundel *Economisch beleid uit de klem* 6), geschreven door een groep economen die hun domicilie hebben aan de Universiteit van Amsterdam. Zij willen de overheidsbestedingen opvoeren, niet alleen ter financiering van leuke dingen die alleen maar geld kosten, zoals verlaging van de leerlingenschaal in het onderwijs, maar ook om een sectorstructuurbeleid te kunnen voeren, gericht op technische vernieuwing en verbetering van de concurrentiepositie van het Nederlandse bedrijfsleven 7). De hoge rente is niet veroorzaakt door het beroep van de overheid op de kapitaalmarkt, maar door het restrictieve monetaire beleid dat de banken dwingt naar de kapitaalmarkt te gaan. Nu is een hoge interest wel nadelig voor de particuliere investeringen, maar als de overheid via de kapitaalmarkt meer middelen aantrekt en deze gebruikt voor technische vernieuwing en structurele verbetering van de concurrentiepositie, wordt dat negatieve effect ruimschoots gecompenseerd.

Veel problemen ziet men niet voor de financiering van de staatsschuld: het aanbod uit het buitenland wordt geacht een grote interestelasticiteit te bezitten en een stijging van de kapitaalmarktrente zal middelen die naar de geldmarkt waren overgeheveld, weer naar de kapitaalmarkt doen stromen. Een ruimere monetaire financiering is ook mogelijk. Die zal de rente doen dalen en de investeringen stimuleren. Weliswaar gaat dat ten koste van de betalingsbalanspositie en daardoor van de wisselkoers (Van Ewijk, die deze redenering heeft opgezet, lijkt ervan uit te gaan dat tekorten niet worden opgevangen door het netto buitenlands passief van de banken te laten toenemen, maar door koersdaling, zodat de inflatie zal toenemen. Op de langere termijn zou de betalingsbalans (kennelijk de lopende rekening) weer kunnen verbeteren door het gunstige effect van de grotere overheidsbestedingen en de investeringen op de technische vernieuwing en de rendementen van de ondernemingen 8).

Een veel voorzichtiger pleidooi voor een expansiever monetair beleid is te vinden bij Kuipers 9). Kuipers stelt dat er sprake is van onderbezetting van de productiecapaciteit in Nederland. Stimuleren zonder meer gaat moeilijk, want de goud- en deviezenvoorraad staat al meer dan genoeg onder druk. Hoofdzaak is dat de concurrentiepositie van het Nederlandse bedrijfsleven verbetert. Een devaluatie van de gulden ten opzichte van de andere valuta's binnen het EMS kan daartoe een bijdrage leveren. Als namelijk de uit een devaluatie voortvloeiende kostenstijgingen niet volledig worden doorberekend in de prijzen, volgens Kuipers een niet onrealistische verwachting, dalen de reële arbeidskosten, verbetert de concurrentiepositie en zal de productie stijgen en de werkloosheid afnemen. Na verloop van tijd is dan een positief saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans te verwachten. Dan is een expansief monetair beleid nodig,

ten einde door een lage rente de kapitaaluitvoer te stimuleren, die noodzakelijk is om in zo'n situatie een evenwichtige betalingsbalans te krijgen. De investeringen krijgen daar ook weer een prikkel door. Kuipers wil dus niet de interest hoog houden om de wisselkoers te verdedigen, maar de wisselkoers bijstellen om de concurrentiepositie te verbeteren, wat als gunstig neveneffect een lage interest mogelijk maakt.

Evenals Kuipers ziet Klant heil in een devaluatie of depreciatie. Er zijn dan wel kostenstijgingen, maar die worden vertraagd en onvolledig afgewenteld, zodat de concurrentiepositie verbetert. Bovendien kan de rente dan wat dalen; deze hoeft immers niet meer op een hoog niveau te blijven ter verdediging van de guldenkoers 10).

Wat is nu het antwoord van dr. Zijlstra op deze en gelijksoortige kritiek. Ondanks zijn begrip voor de geleverde kritiek bestrijdt hij deze in nogal krachtige taal: „Men krijgt soms de indruk dat degenen die zich over de Nederlandse rentestand beklagen en daarbij beschuldigend de vinger naar de Bank uitsteken, niet volledig op de hoogte zijn van de desbetreffende feiten” 11). In 1980 zijn de officiële tarieven van DNB vier keer verlaagd. Nederland behoort met Zwitserland, Japan en West-Duitsland tot de landen met de laagste rentetarieven. Toch ontkent dr. Zijlstra niet dat het beleid van DNB, gegeven het financieringstekort van de overheid, de rente enigszins opdrijft. Het bankwezen moet immers lange middelen zien aan te trekken als het zijn kredietverlening wil uitbreiden boven de toegestane monetaire kredietverlening.

Het resulterende rentepeil kan kapitaalinvloer uitlokken. Die is ook nodig om het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans te dekken. Eigenlijk, aldus dr. Zijlstra, zou men moeten zeggen dat de rentestand in Nederland nog te laag is. Immers, de kapitaalinvloer dekt het tekort op de lopende rekening niet. Afgezien van deze invloed van het monetaire beleid van DNB is de reële rente hoog, rekening houdend met de, internationaal gezien, betrekkelijk geringe inflatie. Daar is echter niets aan te doen, gegeven de hoge rente in de Verenigde Staten.

De handhaving van de wisselkoers staat in het Algemeen overzicht buiten de discussie. Wel wordt verder in het verslag gemeld dat het beleid in 1980 was gericht op het voorkomen van een verzwakking van de positie van de gulden op de internationale valutamarkt om inflatoire krachten die via de invoerprijzen werken tegen te gaan en het vertrouwen van buitenlandse geldgevers in de waardevastheid van de gulden te steunen 12).

3) Het valt buiten het bestek van dit artikel om in te gaan op de kritiek op het IMF, waarover dr. Zijlstra opmerkt dat het onjuist is om het IMF te verwijten dat het te zware beleidscondities oplegt aan vooral ontwikkelingslanden. Deze kritiek spruit, aldus dr. Zijlstra, voornamelijk voort uit de misvatting, dat het IMF ook een op structurele problemen georiënteerde financieringsinstelling hoort te zijn (DNB, op. cit., blz. 15). Zie hierover ook A. F. P. Bakker, *De beleidscondities van het Internationale Monetaire Fonds*, ESB, 18 februari 1981. Kritiek op het IMF waarbij de nadruk vaak valt op de niet door Zijlstra genoemde politieke aspecten, is o.a. te vinden in T. Hayter, *Aid as imperialism*, Harmondsworth, 1971; C. Payer, *The debt trap*, Harmondsworth, 1974; R. L. Haan, *Het IMF en de realiteit*, ESB, 18 januari en Nobib, *Geldschietters van de wereld*, Den Haag, 1980.

4) M. P. Gans, Is het monetaire beleid voor 's lands welvaart het meest dienstig?, ESB, 4 februari 1981, blz. 116.

5) M. P. Gans, op. cit., blz. 117 en M. P. Gans, Er zit winst in onze goudvoorraad, *NRC Handelsblad*, 4 april 1981.

6) C. van Ewijk, R. de Klerk, G. Reuten en B. Thio (red.), *Economisch beleid uit de klem*, SUA, Amsterdam, 1980.

7) Van Ewijk e.a., op. cit., blz. XXVII, XXVIII, XXXI; C. van Ewijk, *Monetaire ontwikkeling, inflatie en het beleid van De Nederlandsche Bank*, in: Van Ewijk e.a., op. cit., blz. 42, 47.

8) Van Ewijk e.a., op. cit., blz. 44, 47.

9) S. K. Kuipers, Het verslag van De Nederlandsche Bank over het jaar 1978, ESB, 16 mei 1979.

10) J. J. Klant, Biedt depreciatie soelaas?, ESB, 22 augustus 1979 en J. J. Klant, De werkelijkheid blootgelegd en versluierd, *Bank- en effectenbedrijf*, jg. 29, nr. 5, 1980.

11) DNB, op. cit., blz. 19.

12) Idem, blz. 70-71.

Gegeven het belang van inflatiebestrijding is het tegengaan van een depreciatie van de gulden uiteraard noodzakelijk. Maar zou men toch niet wat prijsstabiliteit mogen opofferen als een depreciatie een betere concurrentiepositie met zich zou brengen? Van de zijde van DNB wordt gesteld dat een depreciatie door het snelle optreden van afwentelingsverschijnselen slechts een kortstondige verbetering van de concurrentiepositie geeft. Ook wordt gesteld dat de effectieve appreciatie van de gulden na 1973 de Nederlandse concurrentiepositie niet heeft geschaad 13). Kessler wijt het uitblijven van een verbetering van de concurrentiepositie, gemeten aan de ontwikkeling van de uitvoerprijzen ten opzichte van die van concurrenten, en de verslechtering, gemeten aan de relatieve ontwikkeling van de arbeidskosten, aan de economische en politieke krachten die de reële inkomensontwikkeling en het groeitempo van de collectieve sector na 1973 bepaalden 14). De directie van DNB heeft een inkomensbeleid steeds als een min of meer noodzakelijk complement van het monetaire en het budgettaire beleid gezien 15). Kessler gelooft ook niet dat de westerse wereld aan inkomenspolitieke maatregelen zal kunnen ontkomen; ze heeft die zelfs schreeuwend nodig 16). Deze visie kenschetst de Bank zelf als *gematigd monetaristisch* 17). Zij wijkt, naar het mij voorkomt, met betrekking tot de beleidsaanbevelingen wel af van extremere monetaristische visies, maar niet noodzakelijk met betrekking tot de analyse van de problemen. Immers, matiging van de arbeidskosten is nodig ter verbetering van de rendementen en de concurrentiepositie van het bedrijfsleven, en daarmee voor een verbetering van de werkgelegenheidssituatie. Gegeven een vaste wisselkoers zal de directe invloed van loonkostenmatiging op de prijzen beperkt zijn, in ieder geval in bedrijfstakken die aan internationale concurrentie blootstaan. Matiging van de reële-looneisen zou dan niet zozeer de inflatie afremmen als wel, wat Friedman noemt, de „natuurlijke” werkloosheid, doen verminderen. Een geslaagd loonbeleid zou zich in een diagram met de hoeveelheid arbeid op de abscis en de reële lonen op de ordinaat vertalen in een daling van de aanbodcurve van arbeid 18).

Het verschil tussen gematigde en extremere monetaristen is in dit verband het al dan niet geloven in het vermogen van de overheid om de reële-aanbodcurve van arbeid te beïnvloeden. Juist als de economische subjecten in reële termen denken lijkt de invloed van een appreciatie of depreciatie van de valuta inderdaad slechts van kortstondige aard te kunnen zijn. Om door middel van een depreciatie een verbetering van de concurrentiepositie te bereiken, moet men bereid zijn om een daaruit voortvloeiende stijging van de prijzen niet in de beloning van arbeid te compenseren. Wanneer die bereidheid aanwezig is, valt het niet in te zien waarom men ook niet *zonder* depreciatie bereid zou zijn tot een matiging van de inkomenseisen.

Ook het empirische onderzoek geeft weinig aanleiding om veel van depreciatie te verwachten. De Ridder kreeg uit simulaties met het model Vintaf II, waarin de aanpassing van lonen en prijzen aan wisselkoerswijzigingen tijd vergt, als resultaat dat zonder de werking van het Phillips-effect een voortdurende appreciatie van de gulden met 1% per jaar de werkloosheid na één jaar met 2.100 manjaren (inmiddels mensjaren) zou doen toenemen en na tien jaar in totaal met 11.410 manjaren. Met Phillips-effect zou de werkloosheid na één jaar met 2.030 manjaren zijn toegenomen en zou het gecumuleerde effect na tien jaar nog slechts 740 manjaren bedragen 19). In verhouding tot de totale werkloosheid en gezien de onzekerheidsmarges zijn deze aantallen te verwaarlozen.

Eveneens uit simulaties met het Vintaf-II model kregen Knegt, Knoester, Lenderink en Van der Windt als resultaat dat een permanente appreciatie van de gulden met 5% per jaar de werkgelegenheid in bedrijven na twee jaar met 0,4% en na tien jaar met 1,0% zou doen verminderen als het Phillips-mechanisme niet werkt. Werkt het Phillips-mechanisme wel, dan zou de werkgelegenheid na twee jaar met 4%

verminderen, maar met 1,5% toenemen na tien jaar 20). Ook hier treffen we weer betrekkelijk geringe en zeer onzekere effecten op de werkgelegenheid aan, zelfs bij forse wisselkoerswijzigingen.

Simulaties met modellen die, in tegenstelling tot Vintaf-II, een monetaire sector kennen, laten ook een te verwaarlozen invloed van wisselkoerswijzigingen op de werkgelegenheid zien. Volgens berekeningen van Knoester zou een eenmalige depreciatie van de gulden met 5% na één jaar de werkloosheid met 0,5% doen toenemen, terwijl na tien jaar het effect nihil zou zijn. Een jaarlijkse depreciatie met 5% zou zelfs een toename van de werkloosheid veroorzaken, van 0,5% na één jaar tot 4,4% na tien jaar 21). Appreciaties zijn volgens deze simulaties dus niet of nauwelijks nadelig voor de werkgelegenheid, depreciaties niet of nauwelijks voordelig.

Wat betreft de rentestand lijkt er weinig keus te bestaan. De Amerikaanse rente oefent nu eenmaal een opwaartse druk uit. Wel is het zo dat de lange rente, gemeten aan het rendement op langlopende staatsleningen, in het begin van de jaren zeventig in Nederland lager was dan in de Bondsrepubliek, maar met ingang van 1975 hoger (in 1980 gemiddeld 1,7% hoger) 22). Nederlands papier moet nu eenmaal aantrekkelijk gemaakt worden voor buitenlandse beleggers: volgens schattingen van DNB is van de in de periode 1967-1980 geëmitteerde Nederlandse guldensobligaties ruim 30% in buitenland bezit 23). De rente kan slechts dalen als het kapitaalmarktberoep van de overheid afneemt, liefst in combinatie met een verbetering van de rendementen in het bedrijfsleven (zodat een toename van de investeringen voor een deel uit eigen middelen gefinancierd kan worden).

Een ruimer monetair beleid, zoals door Gans en Van Ewijk voorgestaan, zou in eerste instantie ook wel een renteverlagend effect uitoefenen, maar kan niet lang volgehouden worden. Ondanks een netto kapitaalimport van de niet-monetaire sectoren van f. 1.224 mln. in 1980, was het betalingsbalansdeficit van de niet-monetaire sectoren f. 6.644 mln. De voortdurende verslechtering van de lopende rekening (op kasbasis), van een surplus van f. 6.330 mln. in 1976 en van f. 1.027 mln. in 1977 tot een deficit van f. 2.542 mln. in 1978, f. 4.761 mln. in 1979 en f. 7.408 mln. in 1980, kon bij lange na niet goedge maakt worden door de omslag van de kapitaalimport van de niet-monetaire sectoren (f. 6.834 mln. in 1976) in kapitaalimport 24). Een ruimer monetair beleid zal het tekort op de lopende rekening slechts doen toenemen en de kapitaalimport zeker niet stimuleren. Het gemak waarmee Gans een vermindering van de goud- en deviezen-

13) G. A. Kessler, Slangarrangement, concurrentiepositie en inflatie, *ESB*, 16 november 1977; G. A. Kessler, De invloed van het Nederlandse monetaire beleid en wisselkoersbeleid op de ontwikkeling van de werkgelegenheid, *Maandschrift Economie*, jg. 45, nr. 2, 1981, blz. 75.

14) G. A. Kessler, op. cit., 1981, blz. 75.

15) Zie b.v. J. Zijlstra, Monetary theory and monetary policy: a central banker's view, *De Economist*, jg. 127, nr. 1, 1979, blz. 19; DNB, *Verslag over het jaar 1976*, blz. 23.

16) Recessie is niet de medicijn, maar is wel onvermijdelijk, vraaggesprek met G. A. Kessler, in *Elseviers Weekblad*, 2 mei 1981, blz. 39.

17) Zie bij voorbeeld DNB, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 19.

18) Zie bij voorbeeld de benadering van de arbeidsmarkt in M. Friedman, *Unemployment versus inflation?*, Institute of Economic Affairs, Londen 1975 en M. Friedman, *Price theory*, tweede uitgave, Chicago, 1976, Hfst. 12.

19) P. B. de Ridder, Wisselkoers, concurrentiepositie en werkgelegenheid, *ESB*, 22 februari 1978, blz. 199-200.

20) L. Knegt, A. Knoester, R. S. G. Lenderink en N. van der Windt, Macro-economisch beleid en Vintaf-II; een gevoeligheidsanalyse, *ESB*, 10 mei 1978, blz. 470.

21) A. Knoester, *Over geld en economische politiek*, Leiden/Antwerpen, 1980, blz. 109, 163 resp. 149.

22) DNB, op. cit., 1981, Statistische bijlage, blz. 44.

23) Idem, blz. 60.

24) Idem, Statistische bijlage, blz. 26. Het verschil tussen de som van de netto kapitaalimport en het saldo van de lopende rekening enerzijds en het saldo van de niet-monetaire sectoren anderzijds wordt verklaard door de post „Nog te rubriceren betalingen”.

voorraad accepteert lijkt niet terecht. Het mag waar zijn dat het totale netto buitenlandse actief van DNB en de banken en girodiensten in 1980 nog gestegen is van f. 24.306 mln. tot f. 28.062 mln., maar dat is alleen te danken aan het feit dat de officiële reserves als gevolg van waarderingsverschillen met f. 7,5 mrd. toenamen (waarvan ruim f. 6,4 mrd. als gevolg van goud/ecu-swaps met het Europese Fonds voor Monetaire Samenwerking, waarbij het ontvangen bedrag aan ecu's gerelateerd is aan de marktprijs voor goud) 25). Het totale netto buitenlandse actief is dus in feite met f. 3,8 mrd. verminderd.

In de voorafgaande twee jaar kon het totale netto buitenlandse actief alleen op een niveau van ruim f. 24 mrd. blijven doordat per 1 augustus 1978 het goud tegen f. 7.500 per kg, in plaats van f. 4.053,13 per kg, opgenomen werd in de boeken van DNB, wat een boekwinst van bijna f. 6 mrd. opleverde, en doordat in 1979 eveneens uit hoofde van goud/ecu-swaps een boekwinst werd gemaakt, en wel van bijna f. 3,8 mrd. Zonder deze opwaarderingen zou het totale netto buitenlandse actief in de periode 1978-1980 dus met meer dan f. 13,5 mrd. verminderd zijn. Nu zou men kunnen stellen dat er nog wel wat speling is doordat het goud voor f. 7.500 per kg in de boeken staat, terwijl de marktprijs ruim het vijfvoudige daarvan is. De goudvoorraad van ruim f. 10 mrd. zou dus meer dan f. 50 mrd. waard zijn en het totale netto buitenlandse actief zou geen f. 28 mrd., maar rond f. 70 mrd. bedragen. Dat geeft inderdaad wel enige speelruimte; doorgaande in het tempo van de afgelopen drie jaar zou het vijftien jaar duren voor we de hele voorraad erdoor gejaagd zouden hebben. In feite zou echter het vertrouwen in de gulden wel in een eerder stadium zodanig dalen, dat kapitaalvlucht zou optreden en Nederland gedwongen zou zijn de wellicht drastische voorwaarden van een reddingsoperatie van het IMF te aanvaarden.

Het is een illusie te menen dat het loslaten van de vaste wisselkoers de mogelijkheid biedt de rente omlaag te krijgen en tegelijk de overheidsbestedingen op te voeren. De middelen zouden in dat geval uit geldcreatie moeten komen. Dat zou al gauw tot betalingsbalansproblemen leiden, terwijl te vrezen valt dat de stimulering van de economie door opvoering van het financieringstekort van de overheid na niet al te lange tijd niet zozeer volume-effecten als wel prijseffecten als resultaat heeft. Voortgaande depreciatie zou de prijsbewegingen verheven. Al zou de nominale rente niet volledig met de inflatie meegaan, dan nog mag van de toenemende onzekerheid en het daardoor minder goed functioneren van het prijsmechanisme in het allocatieproces een negatieve invloed op de particuliere investeringen worden verwacht. Bovendien zal de roep om speciale, gunstige rentetarieven voor bepaalde doeleinden nog groter worden dan zij nu reeds is, waardoor kredietvragers in andere sectoren in de kou kunnen komen te staan. De financiële instellingen die gedwongen zouden kunnen worden tegen lage rente uit te lenen, kunnen dan geen hoge creditrente meer bieden en de door McKinnon en Shaw als typerend voor ontwikkelingslanden beschreven situatie van financiële repressie, met haar atrofiëring van het kredietsysteem als gevolg van een verplichte lage reële debetrente, zou zich ook hier kunnen voordoen 26). DNB lijkt terecht de interest niet als monetaire doelvariabele te willen hanteren om de allocatieve functie van de rente (het tot uitdrukking brengen van de mate van kapitaalschaarste) niet in gevaar te brengen 27).

Met betrekking tot de voorstellen van Gans en Van Ewijk c.s. kan ten slotte nog het volgende worden opgemerkt. Het idee van Gans om de overheid rechtstreeks in het buitenland te laten lenen lijkt niet erg zinvol (het voorstel om goud te verkopen komt aanstonds aan de orde). In de eerste plaats valt niet in te zien dat de Nederlandse staat daardoor goedkoper kan lenen (we komen trouwens in de boven weergegeven rangorde van dr. Zijlstra van de tweede in de derde klasse terecht) en in de tweede plaats zal niet alleen de vraag naar middelen op de Nederlandse kapitaalmarkt daardoor verminderen (de overheid komt met een geringer beroep), maar

ook het aanbod (nl. van de zijde van de buitenlandse beleggers die dan rechtstreeks aan de Nederlandse staat lenen), zodat de hoop op een interestdaling van enige omvang wel illusoir zal blijken.

Wat betreft het idee van de samenstellers van de bundel *Economisch beleid uit de klem* om het financieringstekort van de overheid nog wat op te rekken ten einde een sectorstructuurbeleid te financieren en de technische vernieuwing in het Nederlandse bedrijfsleven te stimuleren, zou men wensen dat duidelijk was hoe dat precies zou moeten. Een effectief beleid in die richting zou inderdaad nog wel een paar miljard gulden van het totale netto buitenlandse actief waard zijn. Er zijn ons echter in het afgelopen decennium al te vaak, naar later bleek ijdele, „irverdieneffecten” voorgespiegeld om daar veel vertrouwen in te hebben. Daarmee is het voorgestelde beleid nog niet veroordeeld, maar het lijkt beter om dat te financieren door binnen de collectieve sector ombuigingen aan te brengen in de aanwending van de middelen (in 1970 bedroegen de overheidsinvesteringen bij voorbeeld nog 22,6% van de overheidsuitgaven, in 1980 nog maar 14,5%) 28).

#### *Verkoop van de goudvoorraad*

Na de bespreking van het rente- en wisselkoersbeleid en de daarop geleverde kritiek wil ik nog op enkele andere discussiepunten ingaan. Ten eerste het idee van Gans en het Wetenschappelijk Bureau van D'66 om een deel van de goudvoorraad van DNB te verkopen. Het goud, aldus Gans, heeft een enorme waardeestijging ondergaan en er is niets op tegen die waardeestijging te realiseren door een deel van het goud te verkopen en hetzij de staat de winst te laten afromen, hetzij de opbrengst te beleggen in rentegevende activa en de renteopbrengst te gebruiken voor nuttige zaken, bij voorbeeld subsidies ten behoeve van de woningbouw 29).

De reactie van dr. Zijlstra op deze suggesties is niet mals: „De boosheid der tijden lijkt somtijds een vruchtbare voedingsbodem te zijn voor op zijn zachtst gezegd merkwaardige ideeën. (...) Een enkele kanttekening ter bevordering van ordelijk denken over deze zaak is niet misplaatst” 30). Verkoop van goud ten behoeve van additionele overheidsuitgaven is, aldus dr. Zijlstra, monetair en financieel identiek aan rechtstreekse monetaire financiering van de overheid door DNB. De „gouden omweg” is overbodig. Wat betreft de omzetting van goud in rentegevende valutategoeden herinnert dr. Zijlstra aan een motie van die strekking, die in 1971 in de Tweede Kamer werd verworpen. Met afgrijzen denkt hij aan de gevolgen die aanvaarding en uitvoering van die motie met zich zouden hebben gebracht: de marktprijs van het goud is verveelvoudigd, de waarde van de dollar ten opzichte van de gulden met ongeveer een derde verminderd en de renteopbrengst zou inmiddels zijn uitgegeven. Voorts is het streven van de Nederlandse regering, in overeenstemming met het beleid van het IMF, erop gericht de rol van de dollar als reservevaluta terug te dringen. Goudverkoop op grote schaal zou de prijs sterk drukken en het vertrouwen in het financiële en monetaire beleid van Nederland zou een vrijwel onherstelbare klap krijgen als het als enig industrieel land goud zou verkopen om de overheidsfinanciën te steunen en daarmee het aanpassingsproces verder uit te stellen. Gezien de noodzakelijke kapitaalimport mag dat niet gebeuren. De onevenwichtigheden in de Nederlandse economie blijven op deze manier langer voortduren.

Er lijkt niet veel in te brengen tegen de redenering van

25) Idem, Statistische bijlage, blz. 15.

26) Zie R. I. McKinnon, *Money and capital in economic development*, Brookings Institution, Washington 1973; E. S. Shaw, *Financial deepening in economic development*, New York, 1973.

27) G. A. Kessler, op. cit., 1981, blz. 60.

28) Berekend uit *Centraal Economisch Plan 1980*, blz. 201; DNB, op. cit., 1981, blz. 41.

29) M. P. Gans, op. cit., 4 april 1981.

30) DNB, op. cit., 1981, blz. 23.

dr. Zijlstra. Er is in het voorgaande al geweest op het feit dat de daling van het totale netto buitenlandse actief van DNB en de banken en girodiensten al snel genoeg gaat, ook als men het goud tegen de marktprijs waardeert. Verkoop in het buitenland en besteding van de opbrengst door de overheid is inderdaad niets anders dan monetaire financiering van het financieringstekort van de overheid. Bij verkoop van het goud in het binnenland komt bovendien, zoals door Korteweg is opgemerkt, de door Gans gewenste toeneming van de bestedingen niet tot stand; zo'n verkoop werkt immers deflatoir: binnenlandse economische subjecten moeten in dat geval geld afstaan aan DNB 31). Het is dan slechts zo, dat overheidsbestedingen in de plaats treden van particuliere bestedingen. Wel heeft DNB dan een deel van haar reserves verloren. Wat betreft de rentegevende activa kan men zich overigens afvragen of er geen alternatieven zijn voor belegging in dollars. Er zijn nog wel andere valuta's en het beleid van het IMF is toch ook niet gericht op een herstel of versteviging van de monetaire rol van het goud. Niettemin moet men dr. Zijlstra toegeven dat een ander beleid in de afgelopen tien jaar slechtere resultaten zou hebben opgeleverd en dat wijziging van het beleid weinig soelaas zou bieden.

### Bestrijding van de werkloosheid

Het werkgelegenheidsbeleid behoort uiteraard niet tot het terrein van DNB. Aangezien DNB ingevolge art. 9 van de Bankwet 1948 de Nederlandse geldeenheid moet reguleren op zodanige wijze als voor 's lands welvaart het meest dienstig is, moet DNB zich echter wel steeds afvragen welke gevolgen haar beleid voor de werkgelegenheid heeft en dient zij zich ook een voorstelling te maken op welke wijze de werkloosheid het effectiefst bestreden kan worden.

De auteurs van *Economisch beleid uit de klem* en Gans zijn niet de enigen die heil verwachten van stimulering van de bestedingen, wat er ook met de betalingsbalans moge gebeuren. Daarnaast hoort men wel aanbevelingen, onder andere van vakbondszijde, om de werkloosheid te bestrijden door de werkweek te verkorten (het z.g. „eerlijk verdelen” van het werk).

Dr. Zijlstra verwacht niet veel van dit soort maatregelen. Hij zoekt de oplossing van het werkgelegenheidsprobleem in verbetering van het rendement en de concurrentiepositie van het bedrijfsleven. Daartoe is gedurende een reeks van jaren een matiging van de arbeidskosten nodig. Er zijn wel lieden die zeggen dat matiging niet blijkt te helpen, maar zij zijn wat te snel met hun conclusie. In de eerste plaats moet de matiging een heel aantal jaren volgehouden worden om het gewenste effect te bereiken, in de tweede plaats is er misschien wel gematigd, maar is die matiging ten goede gekomen aan de collectieve sector en niet aan de rendementen van het bedrijfsleven. Van arbeidsduurverkortening verwacht dr. Zijlstra weinig, omdat deze slechts zeer geleidelijk kan plaatsvinden zonder schade aan te richten. Immers, de bedrijfstijd mag niet worden aangetast, de totale arbeidskosten mogen niet stijgen (dus de loonsom per werknemer dient evenredig met de arbeidsduur te dalen) en de extra gecreëerde arbeidsplaatsen moeten zonder fricties kunnen worden vervuld. Het scheppen van extra werkgelegenheid in de collectieve sector zou de overheidsfinanciën permanent zwaarder belasten, terwijl de druk van de collectieve sector op de marktsector juist moet worden verlicht 32).

Het zonder meer opvoeren van de bestedingen verergert de betalingsbalansproblematiek. Het is overigens de vraag of de productie daarvan wel zo veel zou toenemen. Bij DNB heerst de indruk dat de z.g. reflatiemarge in de Nederlandse economie gering is 33). Naïef-keynesiaanse ideeën over bestrijding van onderbesteding lijken inderdaad niet op hun plaats. Zij hebben elders al funeste gevolgen gehad 34). Ook al zou er nog wel een behoorlijke reflatiemarge bestaan, dan nog is er eerst een verbetering van de concurrentiepositie nodig om een toeneming van de bestedingen niet voor het

grootste deel naar het buitenland te laten vloeien, zoals ook Kuipers heeft betoogd. Inmiddels lijkt een verbetering van de concurrentiepositie en de rendementen al hard nodig om de reflectiemarge die er niet is, als gevolg van bedrijfssluitingen, nog kleiner te maken. Kessler constateert dat na 1976 de bezettingsgraad niet onbelangrijk is gestegen. De produktiestijging in de verwerkende industrie kan geheel daaraan worden toegerekend. De productiecapaciteit is derhalve niet gestegen 35).

Nadruk op betere rendementen ter stimulering van de investeringen lijkt wel terecht. Wellicht kan ten aanzien van het effect van loonmatiging reeds enige hoop geput worden uit het feit dat de daling van het relatieve loonkostenpeil per eenheid produkt vergeleken met het buitenland in 1980, evenals in 1979, gepaard is gegaan met een verbetering van de goederenbalans, ongerekend energie. Die verbetering werd helaas vrijwel geheel teniet gedaan door een achteruitgang van de energiebalans. Het onzichtbare verkeer vertoont daarnaast een ongunstige ontwikkeling 36).

De somberheid van DNB over de mogelijkheden om door werktijdverkorting de werkloosheid te bestrijden, wordt door de uitkomsten van modellsimulaties wel gesteund. Weliswaar zien Driehuis en Bruyn-Hundt mogelijkheden om met behulp van een arbeidstijdverkorting van 12,5% en een daarmee gepaard gaande loonaanpassing van 7 à 8% na een jaar of vijf de geregistreerde arbeidsreserve met rond 100.000 mensjaren te verminderen 37), Van Schaik heeft echter laten zien hoezeer de positieve resultaten, die ook (zij het in mindere mate) door het Centraal Planbureau in het *Centraal Economisch Plan 1979* zijn voorspiegeld, afhangen van de gemaakte vooronderstellingen 38). Kortheidshalve moge naar zijn artikel worden verwezen. Uitbreiding van de tewerkstelling in de collectieve sector is in beginsel ook mogelijk, maar kan alleen zonder nadelige gevolgen voor de overheidsfinanciën plaatsvinden bij een onwaarschijnlijk grote bereidheid tot matiging bij de inkomenstrekkers 39).

DNB wil niet bij de pakken neerzitten en in arren moede een te geringe werkgelegenheid over meer mensen verdelen. Zij wil de werkgelegenheid vergroten door via een loonmatiging de rendementen te verbeteren en zo de investeringen te stimuleren. Daar is wel tegen ingebracht dat loonmatiging geen betere concurrentiepositie oplevert omdat ze appreciatie van de gulden uitlokt 40). Een verbetering van de concur-

31) P. Korteweg, Goudoperatie lost geen problemen op, *NRC Handelsblad*, 11 april 1981.

32) DNB, op. cit., 1981, blz. 22, 29. Ook bij voorbeeld DNB, *Verslag over het jaar 1978*, blz. 19.

33) G. A. Kessler, In hoeverre zijn de actuele nationale en internationale verschijnselen van inflatie, werkloosheid en duurzame betalingsbalansonevenwichtigheden te wijten aan monetaire dan wel reële factoren?, in: *Internationale stagflatie bij vaste en flexibele wisselkoersen*, Preadviezen van de Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Leiden/Antwerpen, 1978, blz. 123; G. A. Kessler, op. cit., 1981, blz. 19.

34) Met name in Chili onder het bewind van Allende, waar Pedro Vuskovic, de minister van Economische Zaken, een expansief beleid voerde op grond van het gegeven dat er in bijna alle sectoren van de industrie één ongebruikte capaciteit van meer dan dertig procent bestond. Dat ging één jaar goed, maar toen ontstond er een enorme inflatie, welke versterkt werd doordat de wisselkoers niet gehandhaafd kon blijven. Zie H. Visser, Allende, een mythe, *Intermediair*, 31 oktober 1980, blz. 17, 19.

35) G. A. Kessler, op. cit., 1981, blz. 54-55.

36) DNB, op. cit., 1981, blz. 44.

37) W. Driehuis en M. Bruyn-Hundt, Enige effecten van arbeidstijdverkorting, *ESB*, 21 maart 1979.

38) A. B. T. M. van Schaik, Maken wij er werkelijk meer werk van?, *ESB*, 16 mei 1979, ook als hfst. 9 opgenomen in A. B. T. M. van Schaik, *Naar een nieuwe macro-economie*, Leiden/Antwerpen, 1981. Voor een positief resultaat blijkt niet alleen vereist dat men bereid is loon in te leveren, maar bovendien dat het mechanisme van de Phillips-curve niet werkt. Zolang de idee van de „economie van het genoeg” van de Evangelische Volkspartij niet algemeen aanvaard is, kan men daar niet op rekenen.

39) G. A. Kessler, op. cit., 1978, blz. 127; idem, 1981, blz. 58.

40) Zie P. B. de Ridder, Enkele monetaire samenhangen rond een endogene wisselkoers, *Maandschrift Economie*, jg. 45, nr. 1, 1981, blz. 30-31.

rentiepositie leidt echter niet automatisch en dwingend tot een appreciatie. Een verbetering van de lopende rekening maakt het DNB wel gemakkelijker de koers van de gulden te handhaven, zodat ze de geldmarktrente kan verlagen, terwijl het dan ook minder nodig is om door een hoge kapitaalmarktrente kapitaalinvloer uit te lokken 41). Zo worden de investeringen weer vergemakkelijkt.

Inmiddels blijft het de vraag, ook als men voor herstel via de marktsector kiest, of rendementsverbetering snel genoeg voor meer werkgelegenheid zorgt. Het is heel wel denkbaar dat daarvoor een actiever innovatiebeleid van de overheid nodig is (maar daar hoeft DNB zich niet mee bezig te houden). Daarnaast blijft, welke koers men ook kiest, de werking van de arbeidsmarkt een probleem. De uitbreiding van de sociale voorzieningen en de daarmee gepaard gaande stijging van de belasting- en premiedruk heeft tot gevolg gehad dat de particuliere kosten van het in dienst nemen van een werknemer voor een werkgever steeds meer zijn gestegen ten opzichte van de sociale kosten, terwijl de particuliere opbrengst van het accepteren van een baan steeds meer is gedaald ten opzichte van de sociale opbrengst. Met andere woorden, het is steeds onvoordeliger geworden zowel om werk te verschaffen als om het te aanvaarden 42). Mede hierdoor is de „natuurlijke” werkloosheid toegenomen.

### De beheersing van de geldhoeveelheid

Het zogenaamde „grote” monetaire beleid van DNB bestaat uit het reguleren van de liquiditeitsmassa. Zij hanteert daartoe sinds 1977, evenals in de periode 1961-1972 (met onderbrekingen in 1963 en 1967-1968), een systeem van rechtstreekse kredietbeperking 43). Korteweg oefent daar kritiek op uit. Hij prefereert een regulering van de liquiditeitsmassa of de geldhoeveelheid door middel van beheersing van de basisgeldhoeveelheid, omdat die methode meer marktconform werkt en de concurrentieverhoudingen in het bankwezen niet verstoort.

Bij het systeem van de directe kredietrestrictie wordt de verhouding van het netto geldscheppend bedrijf tussen de banken onderling gefixeerd. Kleinere banken, die slechts een beperkte toegang hebben tot de markt voor doorgeefbare passiva, ondervinden een concurrentienadeel (om bij uitbreiding van de kredietverlening de norm voor de netto liquiditeitscreatie niet te overschrijden, moet men lange passiva aantrekken). De noodzaak om lange middelen aan te trekken als men de kredietverlening wil uitbreiden maakt, naarmate meer kort krediet lang wordt gefinancierd, de rentemarge gevoeliger voor eventuele dalingen van de rente. Zulke dalingen kunnen dan namelijk aan de passiefkant minder snel gevolgd worden, terwijl ze aan de actiefkant wel snel doorwerken.

Een indirect systeem, dat werkt via beheersing van de basisgeldhoeveelheid, vertoont deze nadelen niet. Het kan ook veel flexibeler worden toegepast. Open-markttransacties, discontoveranderingen en wijzigingen in kas- en liquiditeitsreservepercentages kunnen dagelijks worden doorgevoerd. Een directe kredietrestrictie legt de verantwoordelijkheid voor een macro-economisch verantwoorde kredietverschaffing bij de kredietinstellingen, waar ze echter niet hoort. Dat leidt tot conflicten met hun verantwoordelijkheid voor een bedrijfseconomisch verantwoorde kredietverschaffing. Korteweg vreest dat de kredietinstellingen die conflicten zullen oplossen door wegen te zoeken om onder de kredietplafonds uit te komen en door een oneigenlijke interpretatie van de getroffen regelingen 44).

Dr. Zijlstra merkt hierover in zijn Algemeen overzicht slechts op dat de „geheimen van een monetair beleid gebaseerd op de zogenaamde „monetary base” zeker nog niet voldoende ontsluit” zijn 45). Eerder heeft hij zich wat duidelijker negatief over een indirecte kredietrestrictie via beheersing van de basisgeldhoeveelheid uitgesproken 46). Zij drijft, bij een restrictief beleid, de interest op. Het is niet zeker hoe de kredietvraag daarop reageert en bovendien kan ze op die

manier kapitaalinvloer uitlokken. Voorts is het moeilijk om de basisgeldhoeveelheid te beheersen en is het maar de vraag of de geldscheppingscoëfficiënt, de verhouding tussen de totale geldhoeveelheid (of de liquiditeitsmassa) en de hoeveelheid basisgeld, wel zo stabiel is.

Fase heeft getracht deze visie met behulp van empirisch onderzoek te onderbouwen 47). In de eerste plaats is het ook volgens hem moeilijk om de basisgeldhoeveelheid te beheersen, vanwege de invloed van het buitenland en doordat de banken toegang hebben tot de kredietfaciliteiten van DNB. In de tweede plaats is het moeilijk om de geldscheppingscoëfficiënt te voorspellen. Ook zou er een conflict kunnen ontstaan tussen het wisselkoersbeleid en het kredietrestrictiebeleid 48). Immers, een regulering van de basisgeldhoeveelheid loopt via de geldmarkt, terwijl DNB de geldmarktrenten ook hanteert ter ondersteuning van de positie van de gulden (het „kleine” monetaire beleid). De directe kredietrestrictie, die de banken bij uitbreiding van de kredietverlening boven de norm voor de liquiditeitscreatie naar de kapitaalmarkt drijft, beïnvloedt daarentegen de kapitaalmarktrente en doet dus minder gauw een conflict tussen het wisselkoersbeleid en het kredietrestrictiebeleid ontstaan.

Korteweg brengt tegen deze argumenten in dat ander onderzoek met betrekking tot de voorspelbaarheid van de geldscheppingscoëfficiënt positievere resultaten te zien geeft 49). Voorts is het nog maar de vraag of onder het systeem van directe kredietbeheersing de geldhoeveelheid beter voorspeld wordt. De zware fase van de indirecte kredietbeheersing is nooit toegepast. Eén bron van verstoringen kan trouwens geëlimineerd worden als DNB het beroep op haar kredietfaciliteiten strak in de hand houdt. Voorts acht DNB kennelijk de scheiding tussen de geldmarkt en de kapitaalmarkt tamelijk waterdicht. Als de rentever verschillen tussen de geldmarkt en de kapitaalmarkt sterk uiteen gaan lopen, kan men echter verwachten dat de scheiding minder wordt 50).

In ieder geval gaat volgens Korteweg zowel van een stijging van de geldmarktrente als van een stijging van de kapitaalmarktrente een negatieve invloed op de bestedingen uit. In het eerste geval doordat de gulden duurder wordt, in het tweede doordat de investeringen duurder worden. Hierbij kunnen we evenwel opmerken dat een appreciatie van de gulden nauwelijks effecten in de reële sfeer heeft en het beleid bovendien niet zozeer gericht is op appreciatie als wel op handhaving van de koers. Hoe het ook zij, als DNB tekorten en overschotten van de niet-monetaire sectoren zou opvan-

41) Zie G. A. Kessler, op. cit., 1981, blz. 80.

42) Zie P. Korteweg, De stagflatie van de jaren zeventig; feiten en verklaringen, in *Internationale stagflatie bij vaste en flexibele wisselkoersen*, op. cit., blz. 64 en H. Visser, Denken over stagflatie, *Maand-schrift Economie*, jg. 42, nr. 8/9, 1978, blz. 472.

43) H. W. J. Bosman, De monetaire politiek in Nederland, *Maand-schrift Economie*, jg. 44 nr. 9, 1980, blz. 352.

44) P. Korteweg, Monetair beleid in Nederland (II), *ESB*, 19 november 1980, blz. 1280, 1288.

45) DNB, op. cit., 1981, blz. 16.

46) J. Zijlstra, op. cit., blz. 16-18.

47) M. M. G. Fase, Monetary base control; a useful alternative for the Netherlands?, *De Economist*, jg. 128, nr. 2, 1980.

48) Zie voor dit laatste argument ook E. den Dunnen, Postwar monetary policy, *De Economist*, jg. 127, nr. 1, 1979, blz. 53 en G. A. Kessler, 1981, blz. 63.

49) Zie E. J. Bomhoff, Predicting the money multiplier: A case study for the US and the Netherlands, *Journal of Monetary Economics*, jg. 3, nr. 3, 1977 en met betrekking tot Zwitserland, H. J. Büttler, J. F. Gorgerrat, H. Schiltknecht en K. Schiltknecht, A multiplier model for controlling the money stock, *Journal of Monetary Economics*, jg. 5, nr. 3, 1979.

50) P. Korteweg, op. cit., 1980, blz. 1285, 1286, 1288. Zie over de wisselwerking tussen de geldmarkt en de kapitaalmarkt ook H. H. Faber, De gevolgen van de omgekeerde rentestructuur en de langdurige kredietrestrictie voor de banken, in: B. A. J. M. van Hellenberg Hubar, H. H. Faber en W. Eizenga, *Omgekeerde rentestructuur — oorzaken en gevolgen*, Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, Amsterdam 1981, inz. blz. 47.

gen met haar eigen goud- en deviezenvoorraad, zou het „kleine” monetaire beleid een indirect kredietrestrictiebeleid niet meer in de weg staan.

Waarom laat DNB overschotten en tekorten van de niet-monetaire sectoren in het verkeer met het buitenland liever doorwerken in het netto actief of netto passief van de banken, zo kan men vragen. Bosman antwoordt hierop dat DNB waarschijnlijk een versterking of verzwakking van de deviezenpositie wat wil versluiëren, of het zichtbaar maken daarvan uitstellen om het vertrouwen in de bereidheid en het vermogen van de monetaire autoriteiten om de wisselkoers te handhaven niet te ondergraven 51). Zou de stabiliteit van het internationale kapitaalverkeer (in de zin van afwezigheid van speculatieve bewegingen) werkelijk afhangen van het niet-doorzien van dit soort „window dressing”? Misschien, maar dan kan men met het regelmatig opwaarderen van het goud, ten einde een verlies aan deviezen of een beperkte verkoop van goud te maskeren, voorlopig ook wel volstaan. In ieder geval doet de geciteerde opmerking van dr. Zijlstra in het laatste jaarverslag van DNB vermoeden dat DNB bereid is om verder mee te denken over het voor en tegen van directe en indirecte kredietrestrictie en te dien aanzien geen star standpunt wil innemen.

Men kan zich overigens afvragen in hoeverre DNB in staat is om de liquiditeitsmassa te beheersen, hetzij door een direct restrictiebeleid, hetzij door een indirect restrictiebeleid, zolang zij een vaste wisselkoers handhaaft. Dr. Zijlstra stelt dat het zeer moeilijk is om de invloed van betalingsbalansonevenwichtigheden van de niet-monetaire sectoren op de liquiditeitsmassa te beheersen (ook bij flexibele wisselkoersen is dat het geval; als de banken vreemde valuta uit de markt nemen en aan hun netto buitenlands actief toevoegen, terwijl ze de verkopers daarvoor crediteren, neemt de binnenlandse liquiditeitsmassa toe) 52). Ook Kessler signaleert dat de liquiditeitstoever of -afvoer in het verkeer met het buitenland mede beïnvloed wordt door de relatieve omvang van de binnenlandse liquiditeitscreatie 53). Dat betekent dat een overmatige liquiditeitscreatie leidt tot afvloeiing via de betalingsbalans. Gaat men daarentegen de liquiditeitscreatie sterk beperken, dan dalen de bestedingen en stijgt de rente zodat via de lopende rekening en de kapitaalrekening liquiditeiten toestromen.

Simulaties met een monetair model voor Nederland voeren De Ridder tot de conclusie dat de liquiditeitsontwikkeling voor een groot deel vraagbepaald is. Wijzigingen in de liquiditeitscreatie door het buitenland en de overheid worden voor drie kwart gecompenseerd door een tegengestelde wijziging in de liquiditeitscreatie door het bankwezen. Een directe restrictie van het netto geldscheppende bedrijf van de banken leidt volgens hem overigens tot een kapitaal-invoer die de door de restrictie teweeggebrachte verkrapping van de liquiditeitsmassa in veel geringere mate compenseert 54).

Hoewel de liquiditeitsmassa dus wel enigszins beheerst lijkt te kunnen worden, is zij toch grotendeels vraagbepaald. Dat zou betekenen dat ook de nationale liquiditeitsquote vraagbepaald is en dat pogingen om die te beïnvloeden grotendeels tot mislukken zijn gedoemd. Dat is niet zo erg, want de liquiditeitsquote is toch al een twijfelachtige monetaire doelvariabele. Immers, de liquiditeitsvoorkeur van de economische subjecten is een functie van onder andere de inflatieverwachtingen, de interestvoeten en de mate van onzekerheid in de economie. Een daling van de inflatie en de interest kan een stijging van de gewenste kasvoorraden in

verhouding tot het nationale inkomen, dus van de door het publiek gewenste liquiditeitsquote, veroorzaken. Het zou dan onjuist zijn het beleid te richten op verkrapping van de liquiditeitsmassa in een poging om, wat Kessler noemt, de „remweg” van monetaire maatregelen te verkorten 55). Als de liquiditeitsmassa grotendeels vraagbepaald is, zal zo'n beleid zijn doel ook niet kunnen bereiken, maar eerder het betalingsbalanssaldo van de niet-monetaire sectoren beïnvloeden.

## Slot

Publikaties van DNB zijn niet altijd eenduidig over de vraag wat zij als effectieve middelen ter bestrijding van inflatie ziet. Soms wordt beheersing van de geldhoeveelheid (liquiditeitsmassa) als het middel beschouwd waarmee de inflatie bestreden moet worden 56), andere keren wordt de handhaving van een sterke positie van de gulden op de internationale valutamarkt naar voren gehaald als methode om het binnenlandse prijspeil te stabiliseren 57). Nu zal een ruime liquiditeitscreatie wel een prijsopdrijvende werking hebben op goederen en diensten in bedrijfstakken die geen of weinig buitenlandse concurrentie ondervinden. In andere bedrijfstakken is de speelruimte voor prijsverhogingen echter gering. Kostenverhogingen moeten daar voornamelijk door rendementsdalingen worden opgevangen.

Met Knoester zou men daarom van mening moeten zijn dat het monetaire beleid in de eerste plaats van belang is voor de betalingsbalanspositie: overmatige liquiditeitscreatie leidt tot vermindering van het totale netto buitenlandse actief. Dat kan de positie van de gulden in gevaar brengen. Een depreciatie zou de inflatie aanwakkeren 58). Het „grote” monetaire beleid is dan niet zozeer direct, als wel indirect van belang voor de inflatiebestrijding.

In feite is zowel het „grote” als het „kleine” monetaire beleid van DNB gericht op handhaving van de positie van de gulden. Dat vooral remt, naar het mij voorkomt, de inflatie. Afgezien van de vraag of een indirect restrictiebeleid wellicht de voorkeur verdient boven een direct restrictiebeleid, lijkt het erop dat er in de huidige situatie geen redelijk alternatief voor het beleid van DNB voorhanden is 59).

H. Visser

51) H. W. J. Bosman, op. cit., a.w. 1980, blz. 360.

52) J. Zijlstra, op. cit., 1979, blz. 14.

53) G. A. Kessler, op. cit., 1981, blz. 61.

54) P. B. de Ridder, op. cit., 1981, blz. 26, 27, 31.

55) G. A. Kessler, op. cit., 1978, blz. 131.

56) Zie bij voorbeeld DNB, op. cit., 1981, blz. 18; J. Zijlstra, op. cit., 1979, blz. 9.

57) Zie bij voorbeeld DNB, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 69; DNB, *Verslag over het jaar 1980*, blz. 70.

58) A. Knoester, op. cit., 1980, blz. 196-197.

59) Ik wijs hier slechts in het voorbijgaan op de voorkeur van Korteweg om het binnenlandse prijsniveau te stabiliseren, in plaats van de wisselkoers, omdat hij toegeeft dat koppeling van de gulden aan de D-Mark een praktische manier is om zowel een lage inflatie als wisselkoersstabiliteit te waarborgen. Zie P. Korteweg, op. cit., 1980, blz. 1291. De motivering voor zijn voorkeur kan mij niet overtuigen. Hij stelt zich voor dat Nederland, in verband met verschuivingen in de wereldvraag en andere gebeurtenissen in de reële sfeer, goedkoper moet worden ten opzichte van het buitenland. Bij flexibele wisselkoersen gebeurt dat volgens hem vanzelf (als zijn trendmatige monetaire beleid maar wordt gevolgd), maar bij vaste wisselkoersen zou een deflatorisch monetair beleid nodig zijn, waarbij het gevaar groot is dat de inflatie zich traag aanpast aan de lagere geldgroei, ten koste van buitenlandse afzet, produktie en werkgelegenheid. Zie P. Korteweg, *Monetair beleid in Nederland (I)*, *ESB*, 12 november 1980, blz. 1260. Afgezien van de vraag of de prijzen niet meer afhankelijk zijn van de wisselkoers dan van de geldgroei, valt niet in te zien waarom de economische subjecten bij vaste wisselkoersen een reële inkomensdaling niet snel zouden accepteren en bij flexibele wisselkoersen wel. Bij depreciatie van de gulden wordt in Kortewegs visie de stijging van de invoerprijzen kennelijk niet in de lonen gecompenseerd. Lijden zijn economische subjecten aan geldillusie?