



Hoge geldgroei is nog geen inflatie

Auteur(s):

Kasten, G.

*De auteur is werkzaam bij het economisch bureau van ING.***Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4242, pagina 120, 11 februari 2000

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

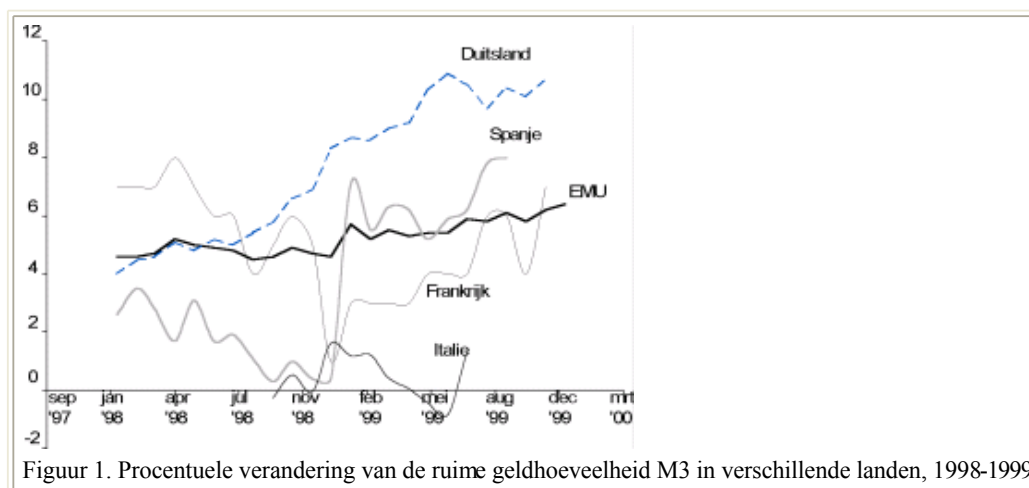
emu

Omdat de groei van de ruim gedefinieerde geldhoeveelheid momenteel sterk door toevallige en statistische factoren beïnvloed wordt, kan de ECB haar monetaire strategie er beter niet op baseren.

De Europese Centrale Bank (ECB) heeft de risico's voor de toekomstige prijsstabiliteit geïdentificeerd: een stijgend geldaanbod en een dalende eurokoers. Daarom besloot de ECB tijdens haar vergadering op 3 februari jongstleden tot een opwaartse aanpassing van de referentie (de basisherfinancieringsrente waartegen banken bij de centrale bank kunnen herfinancieren) van 0,25 procentpunt tot 3,25 procent. Gelijktijdig verhoogde zij de depositorrente en de marginale beleningsrente met 25 basispunten tot respectievelijk 2,25 procent en 4,25 procent. Volgens de president van de ECB, Wim Duisenberg, was de stap nodig om de rente meer in lijn te brengen met de verwachte groei- en inflatieontwikkelingen. Reden vormen de hoge groei van de geldhoeveelheid en de kredietverlening en de verzwakking van de euro.

Volgens de ECB is inflatie overwegend een monetair verschijnsel. De groei van de geldhoeveelheid wordt daarbij geacht op de middellange termijn positief samen te hangen met de inflatie. Daarom kent de ECB, net zoals de Duitse Bundesbank, de ruime geldhoeveelheid, M3, een vooraanstaande rol toe en kondigde een referentiewaarde voor de geldgroei van 4,5 procent voor het jaar 1999 aan ¹. Voor het jaar 2000 is deze referentiewaarde onveranderd ². In de praktijk gaat de geldgroei echter veel sneller.

De twaalfmaands groei van M3 bedroeg in december 6,4 procent tegen 6,2 procent in november en 5,8 procent in oktober (zie [figuur 1](#)). Het driemaands gemiddelde van de groei van M3 op jaarbasis, over de periode van oktober tot en met december, bleef met 6,1 procent bijna op hetzelfde niveau als over de periode september tot en met november. Zoals [figuur 1](#) laat zien, is sprake van een stijgende tendens in de groei van M3. Het driemaands voortschrijdend gemiddelde - het referentiekader voor de ECB - is opgelopen tot ruim 1,5 procent boven de referentiewaarde van 4,5 procent. Dat is één van de redenen waarom de rente werd opgeschroefd.



Figuur 1. Procentuele verandering van de ruime geldhoeveelheid M3 in verschillende landen, 1998-1999

Inflatiegevaar?

Voor een beoordeling van de eventuele inflatiegevaaren in het eurogebied is een vergelijking van de actuele groei van de geldhoeveelheid met de referentiewaarde zeker niet voldoende. Om de inflatiedreiging op waarde te schatten, is een grondig onderzoek van de factoren nodig die aan de groei van M3 ten grondslag liggen. Daartoe moeten de ontwikkelingstendensen van de geldhoeveelheid in enkele lidstaten geïsoleerd beschouwd worden en eventuele specifieke factoren geïdentificeerd worden. Ten tweede moeten met een zogenoemde monetaire analyse (zie kader) van de geaggregeerde balans van de monetaire en financiële instellingen in het eurogebied de posten van M3 afzonderlijk bekeken worden ³.

Componenten van de ruim gedefinieerde geldhoeveelheid M3

Met hulp van de monetaire analyse worden de afzonder-

lijke componenten en balansposten ('balanstegenposten') van m3 in de balans van de financiële instellingen onderzocht. Ontwikkelingen in deze posten verschaffen nuttige informatie over de beweging van m3 en bieden een belangrijk kompas voor de monetaire beleidsvoering (zie [tabel 1](#)).

Tabel 1. Zie bijvoorbeeld de 'oorzakentabel' in DNB Jaarverslag 1998, statistische bijlage, tabel 4.1.

componenten van M3	balanstegenposten van M3
1. geldomloop	1. leningen aan huishoudens en banken
2. kortlopende deposito's	2. netto buitenlandse actiefpositie
3. deposito's met een vaste looptijd 2 jr.	3. monetaire vermogenstitels depositio's met looptijd > 2 jr. depositio's met een opzegtermijn > drie maanden schuldbewijzen met looptijd > 2 jr. kapitaal en reserves
4. deposito's van de centrale overheid 3 mnd.	4. deposito's met een opzegtermijn
5. repo's a	5. overige invloeden
6. aandelen/participaties in geldmarktfondsen en geldmarktpapier	
7. schuldbewijzen met een looptijd 2 jr.	
M3 = 1+2+3+4+5+6+7	M3 = 1+2+3+4+5

a. Een repo is een overeenkomst waarbij een actief wordt verkocht terwijl de verkoper tegelijkertijd het recht verwerft en de verplichting op zich neemt het in de toekomst of op verzoek tegen een vastgestelde prijs terug te kopen. Bij wederinkoop maakt het ESCB gebruik van een vaste looptijd.

Aangrijpingspunt voor de monetaire analyse is de geconsolideerde balans van de monetaire financiële instellingen-sector voor het eurogebied. Deze sector omvat de nationale centrale banken, de ecb, kredietinstellingen en andere financiële instellingen, voornamelijk geldmarktfondsen. De geconsolideerde balans geeft informatie over de activa en passiva van de geldscheppende sector ten behoeve van in het eurogebied gevestigde niet-monetaire en -financiële instellingen en het buitenland. Op basis van deze balans wordt de geldhoeveelheid m3 gedefinieerd. Veranderingen van m3 worden in relatie gebracht met veranderingen van de zogenoemde balanstegenposten. Deze bestaan grotendeels uit leningen aan huishoudens en aan de overheid, veranderingen van de netto buitenlandse positie en monetaire vermogenstitels. Uit deze analyse wordt onmiddellijk duidelijk, welke positieve en negatieve bijdragen de afzonderlijke balanstegenposten voor de groei van m3 leveren.

Geldgroei in het eurogebied

Hoewel de geldhoeveelheid M3 in de laatste maanden licht steeg, verloopt de ontwikkeling in de meeste landen van de Eurozone gematigd. De groei komt dan ook vooral voort uit de Duitse bijdrage die sneller toenam dan het EMU-aggregaat. In Frankrijk bijvoorbeeld schommelde de geldgroei in de eerste helft van het jaar rond de drie procent. In de tweede helft daalde hij van 6,0 procent in september tot 4,0 procent in oktober en steeg in november tot 7,0 procent. De bijdrage van Italië bleek zelfs terug te lopen. Het jaarlijkse groeitempo nam daar in juli licht toe tot 1,3 procent vanaf een niveau van -0,8 procent in de voorgaande maand. In Spanje steeg de groei van M3 op jaarbasis tot 8,0 procent in september tegen 7,8 procent in augustus en 6,2 procent in juli, waarmee de versnelling sinds het begin van het jaar zich voortzette.

In Duitsland overtrof M3 in november zijn voorjaarsstand met 10,7 procent. Omdat de Duitse bijdrage ongeveer dertig procent van de geldhoeveelheid M3 in het Eurogebied uitmaakt, ontstaat drie procentpunt van de Europese geldgroei in Duitsland. Dit betekent dat met een gemiddelde geldgroei van 6,2 procent in november de geldhoeveelheid in de andere landen gemiddeld slechts met drie procent toenam. Dit overwicht van de Duitse bijdrage in het emu-aggregaat duidt erop dat de ontwikkeling van de geldhoeveelheid in andere lidstaten geen ernstig gevaar voor de prijsstabiliteit betekent. Een afwijking van het M3-aggregaat van zijn referentiewaarde dient dan ook niet al te dogmatisch geïnterpreteerd te worden.

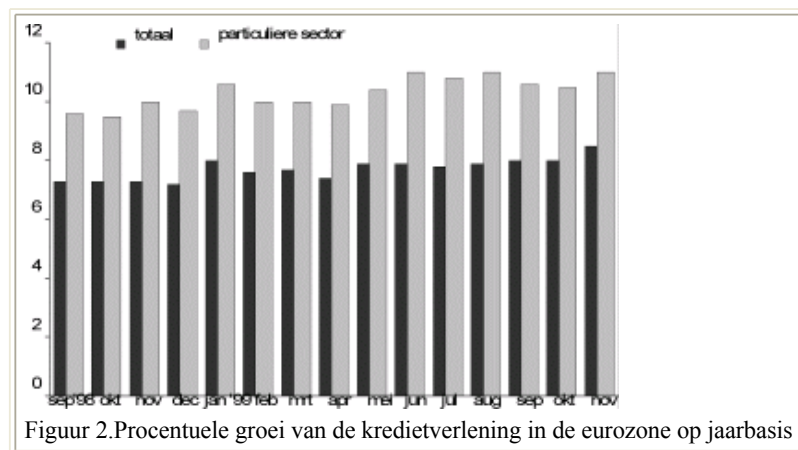
De Duitse bijdrage

Met het hoge groeitempo neemt de Duitse bijdrage bijna tweemaal zo snel toe als het EMU-aggregaat. Het hoge groeicijfer is echter geen goede graadmeter voor het inflatiegevaar in Duitsland omdat het vooral veroorzaakt wordt door incidentele factoren. Een daarvan is de belastinggeïnduceerde kredietsprong tijdens de jaarwisseling 1998/1999: met een nieuwe belastingwet voor investeringen in Oost-Duitsland steeg de kredietverlening aan ondernemingen sterk. Een andere belangrijke factor is de invoering van een rentevergoeding op reserveverplichtingen van banken bij de ECB. Dit bevordert repatriëringen van middelen die tot dusverre buiten Duitsland werden aangehouden en stimuleert de groei van M3. Zo waren de kortlopende deposito's van Duitse beleggers bij Duitse dochters en filialen buiten Duitsland in januari 1999 26 procent lager dan in december 1998. Dit komt vooral omdat beleggingen buiten Duitsland na de invoering van de rente op de reserveverplichtingen tegenover de binnenlandse deposito's aan attractiviteit verloren hebben⁴. Tenslotte is de Duitse bijdrage opgeblazen doordat de aandelen/participaties in geldmarktfondsen en geldmarktpapier voor een groot deel door niet-ingezetenen van Duitsland gekocht werden. Ofschoon het begrip M3 slechts betrekking heeft op de monetaire activa van ingezetenen van Duitsland, is het door statistische beperkingen niet mogelijk het deel van de verhandelbare effecten dat door niet-ingezetenen van Duitsland wordt aangehouden, afzonderlijk te onderscheiden. Deze statistische problemen gelden trouwens ook voor

de monetaire instellingen uit andere deelstaten.

Kredietverlening

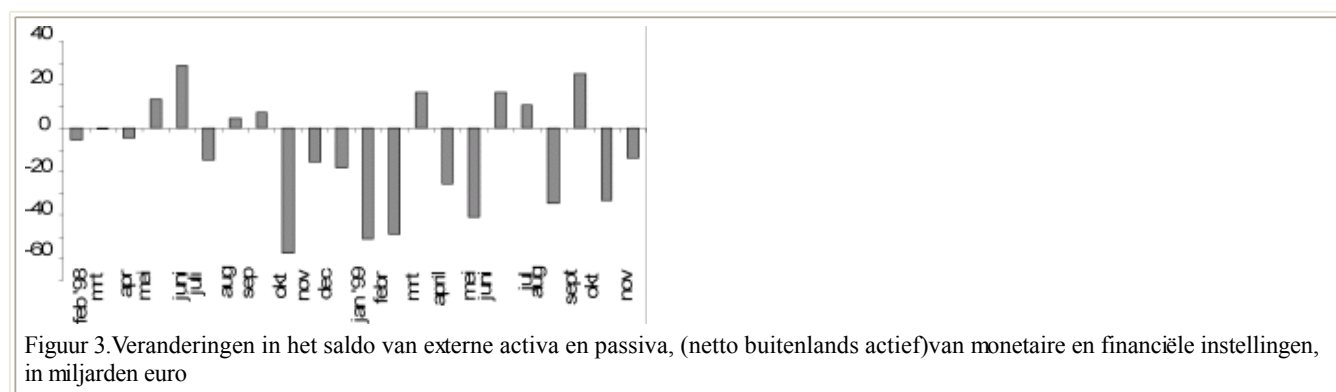
Bij de inschatting van de ECB, dat de geldpolitiek relatief expansief werkt, speelt vooral de ontwikkeling van de totale kredietverlening een rol. Zoals [figuur 2](#) laat zien, zette in november de sterke groei van de totale kredietverleningen door monetaire en financiële instellingen aan ingezetenen van het eurogebied zich voort. Deze nam met een jaarlijks groeitempo van 8,5 procent toe ten opzichte van oktober. De versnelling van de groei van de kredietverlening aan de particuliere sector weerspiegelt slechts in beperkte mate een hoger groeitempo van leningen aan huishoudens en bedrijven. Veeleer was de versnelling het gevolg van een sterkere groei van door monetaire en financiële instellingen aangehouden effecten (van 1,6 procent in oktober tot 8,4 procent in november).



Desondanks blijft de groei van leningen aan huishoudens en bedrijven met 10,1 procent in november tegen 9,9 procent in de voorgaande maand nog steeds hoog. Deze ontwikkeling is vooral toe te schrijven aan een herstel van de afzonderlijke economieën. Bovendien herstelt de woningmarkt in de eurozone zich, in enkele deelstaten wordt hij zelfs door oververhitting gekenmerkt. Daarnaast heeft ook de golf van fusie- en overnameactiviteiten bijgedragen aan een forse kredietgroei in het eurogebied.

Afvloeiing naar het buitenland

Dat de door de particuliere sector gevraagde kredieten slechts gedeeltelijk op de goederenmarkten in het eurogebied tot hogere bestedingen leiden en er daarom slechts in beperkte mate een inflatoire dreiging vanuit gaat, ligt aan de hoge afvloeiing van middelen uit het betalingsverkeer van binnenlandse niet-bancaire instellingen (eurogebied) naar het buitenland (niet eurogebied). Het saldo van de door monetaire en financiële instellingen aangehouden externe activa en externe passiva vormt de zogenoemde netto buitenlandse actiefpositie. In de twaalf maanden van november 1998 tot november 1999 is de netto buitenlandse actiefpositie van de financiële sector met 213 miljard euro gedaald (zie [figuur 3](#)). Dit komt overeen met 4,5 procent van M3 of bijna zeventig procent van de M3-groei. Blijkbaar hebben de beleggers vanwege de extreem lage rentevoeten in het eurogebied in toenemende mate portfolioherstellingen verricht. Dit effect werd door de buitengewoon hoge directe investeringen in het niet-eurogebied nog versterkt. Doordat de beleggers in hun portefeuillebeslissingen het buitenland betrekken, beïnvloeden zij op deze manier ook de hoogte van de geldhoeveelheid in het eurogebied. De daling van netto buitenlandse actiefpositie is dan ook een belangrijke reden, dat de geldgroei achter bleef bij de kredietgroei.



Hoewel middelen, die op de internationale kapitaalmarkten belegd worden, niet onmiddellijk een bedreiging voor de prijzen op de binnenlandse goederenmarkten vormen, is de inflatiedreiging toch niet geheel afwezig. Deze middelen kunnen altijd naar het eurogebied terugvloeien en dan de prijzen in het eurogebied opdrijven. Bovendien maakt het huidige internationale geld- en kredietsysteem de controle van de geldhoeveelheid moeilijk. De remweg voor de centrale bank, zoals dat wel wordt genoemd, neemt dan toe.

Conclusie

Het hanteren van de ruim gedefinieerde geldhoeveelheid M3 als maatstaf voor inflatie-ontwikkeling, is op dit moment niet de meest wenselijke strategie. Zo beperken statistische problemen, verband houdend met het onderscheid tussen ingezetenen en niet-ingezetenen van het eurogebied, de verklarende kracht van m3 [5](#). Verder is de grote Duitse bijdrage aan de geldgroei door incidentele factoren, die niet in samenhang met een verhoogde geldschepping staan, opgeblazen. Ook de kredietexpansie, de bron van de geldschepping, duidt

niet op een opbouw van een excessieve geldhoeveelheid. Dit is in de eerste plaats op de dempende invloed van de internationale kapitaalbewegingen terug te voeren. Het duidelijke rentenadeel van het eurogebied, in bijzonder in vergelijking met de kapitaalmarkt in de VS, de nog steeds sterke appreciatie van de dollar in vergelijking met de euro en de uitgesproken vriendelijke Amerikaanse kapitaalmarkt hebben aanleiding tot grote verschuivingen naar buitenlandse vermogenstitels gegeven.

Een stijging van de geldhoeveelheid duidt ook niet automatisch op een versnelling van de prijsstijging. Verklaringen voor wat tot een hoger groeitempo bijgedragen kan hebben, lijken op dit moment belangrijker dan het dogmatische vasthouden aan een groeiregel voor de geldhoeveelheid ⁶.

Omdat de relatie tussen geldhoeveelheid en inflatie in de EMU mogelijk niet stabiel is, is de groei van de geldhoeveelheid op dit moment geen goede voorspeller voor de inflatie-ontwikkeling. In zo'n situatie is het te verkiezen om andere economische en financiële variabelen, zoals kostenindicatoren en de wisselkoers te gebruiken in het vaststellen van het monetaire beleid. Zo heeft ook Alan Blinder, voormalig vice-president van de Amerikaanse centrale bank, op een conferentie van de ECB in Frankfurt gewaarschuwd, de geldhoeveelheid tot een kompas voor de inflatie te gebruiken. Met het opnieuw vastleggen van de referentiewaarde op 4,5 procent voor het jaar 2000 stelt de ECB zich volgens Blinder bloot aan het gevaar, om in de praktijk haar geldgroei-doelstelling opnieuw te overschrijden. Het gevolg daarvan is een verlies aan geloofwaardigheid en dat is voor een organisatie, die nog een reputatie als inflatiebestrijder moet opbouwen, een zeer groot risico

1 Zie *ECB Maandbericht*, januari 1999, blz. 54.

2 Zie *ECB Maandbericht*, december 1999, blz. 10.

3 De sector Monetaire Financiële Instellingen omvat die instellingen waarvan de passiva monetair relevant kunnen zijn. Hiertoe behoren de nationale centrale banken, de ECB, banken en andere financiële instellingen, voornamelijk geldmarktfondsen.

4 Doordat Duitse banken nu over hun reserveverplichting bij de ECB een rentevergoeding ontvangen, kunnen zij een hogere vergoeding bieden op deposito's.

5 Zie *ECB Maandbericht*, januari 1999, blz. 9.

6 De ECB heeft op dit moment moeite de financiële markten van haar monetaire strategie te overtuigen. Het twee pilaren concept (monetary targeting en inflation targeting) bezit veel discretionaire speelruimte en is daarom niet echt geschikt om de verwachtingen van de markten te stabiliseren. Het is bijvoorbeeld voor de marktdeelnemers onduidelijk, hoe lang en in welke mate de geldhoeveelheid de referentiewaarde onder- of overschrijden mag, voordat de ecb ingrijpt. Zo heeft de ecb in april 1999 de rente verlaagd, hoewel het groeitempo al boven de referentiewaarde lag.