

Jaarverslag DNB in teken Europese integratie

J. de Haan*

Het Europese integratieproces heeft verstrekkende gevolgen op tal van beleids-terreinen. Bij het monetaire beleid is vrijwel alle nationale beleidsruimte reeds verdwenen en ook het begrotingsbeleid komt steeds meer in het teken te staan van de ontwikkeling in de richting van de Economische en Monetaire Unie. In het Jaarverslag van De Nederlandsche Bank worden de consequenties van deze ontwikkelingen geschetst. Daarnaast spreekt president Duisenberg zijn zorgen uit over de versnelling van het inflatietempo in Nederland.

"De tijd dringt". Deze slotwoorden van het algemeen overzicht van president Duisenberg van de Nederlandsche Bank (DNB) slaan op de haast die Nederland moet maken bij aanpassingen van regels, met name de belastingwetgeving en sociale wetten, om in Europa niet achterop te raken. Hoewel 'Europa' volgens de president van DNB geenszins behoeft te betekenen dat alles "koekoek éénzang" zou moeten worden, dient Nederland zich op de genoemde terreinen toch meer in de richting van het Europese gemiddelde te bewegen¹.

Het Jaarverslag 1991 van DNB staat grotendeels in het teken van de Europese integratie. Volgens president Duisenberg staan de lidstaten van de Europese Gemeenschap voor de grootste uitdaging sinds het begin van de Gemeenschap in 1958. Belangrijke onderwerpen in het Verslag zijn (ook) ditmaal het begrotingsbeleid, de inflatie en het monetaire beleid.

Begrotingsbeleid

Tijdens de Europese top in Maastricht is afgesproken dat landen geen excessieve overheidstekorten mogen hebben. Als ijkpunt voor deelname aan de Economische en Monetaire Unie (EMU) geldt dat de bruto-schuldquote niet hoger mag zijn dan 60% van het bruto binnenlands produkt (bbp), tenzij de quote in voldoende mate daalt en zij de normwaarde nadert. Verder geldt als toetredingscriterium dat het overheidstekort in beginsel maximaal 3% bbp bedraagt. Hogere waarden van het vorderingentekort van de collectieve sector zijn alleen toegestaan als het tekort aanzienlijk en voortdurend daalt en de normwaarde benadert, of als door uitzonderlijke en tijdelijke factoren een slechts geringe overschrijding optreedt. In het Verslag wordt met enige teleurstelling geconstateerd dat in 1991 over het algemeen, ook in de meeste landen die deelname aan de EMU nastreven, weinig vooruitgang is geboekt in de richting van meer houdbare begrotingsposities. Zouden de lidstaten de derde fase van de EMU ingaan zonder dat hun overheidsfinanciën op orde zijn, dan is

volgens de president van DNB de kans groot dat de Europese centrale bank haar primaire doelstelling van prijsstabiliteit niet kan uitvoeren². Het 'creatief interpreteren' van de Maastrichtse normen, door bijvoorbeeld het vermogen van het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds op de Nederlandse staatsschuld in mindering te brengen, wordt afgewezen.

Met tevredenheid constateert Duisenberg dat de doelstelling uit het regeerakkoord om het financieringstekort in Nederland jaarlijks met een half procentpunt terug te drijven tot nu toe is gerealiseerd. Ook hier past zijns inziens echter een waarschuwing. De tekorten worden namelijk gemeten op de laatste dag van maand of jaar en door maatregelen om belastingen versneld te innen en door te schuiven met kasbetalingen is de grilligheid in het verloop van 's rijks schatkist sterk toegenomen. (Blijkbaar was het deze grilligheid waardoor Duisenberg zelf vorig jaar het spoor bijster raakte toen hij waarschuwde dat het met het tekort de verkeerde kant opging.) Dergelijke incidentele factoren dragen niet alleen bij aan een grillig patroon van het tekort binnen het jaar, maar zij beïnvloeden ook de jaaruitkomst. Gecorrigeerd voor incidentele factoren lag het tekort van het Rijk over 1991 bijna 1 procentpunt hoger.

De vooruitzichten dat Nederland de tekortnorm voor deelname aan de EMU haalt, zijn gunstig. Dat geldt echter niet voor de schuldnorm. Om een volle-

* De auteur is verbonden aan de vakgroep algemene economie van de Rijksuniversiteit Groningen. Hij dankt C.A. de Kam voor zijn commentaar.

1. Met deze visie sluit de president aan bij het nieuwjaarsartikel van de secretaris-generaal van het Ministerie van Economische Zaken. Zie L.A. Geelhoed, 1992 en verder, *ESB*, 1 januari 1992, blz. 4-8.

2. Niet iedereen is deze mening toegedaan. Zie bijvoorbeeld W.H. Bouter, De budgettaire voodoo van Maastricht, *ESB*, 18 maart 1992, blz. 268-272. Zie ook C.G.M. Sterks, J. de Haan en C.A. de Kam, Maastrichts compromis: geen voodoo-economie, *ESB*, 18 maart 1992, blz. 273-276.

dige deelname aan de EMU niet te belemmeren, moet sprake zijn van een significante afname van de schuldquote. Dit vereist volgens DNB een verdere reductie van het financieringsstekort. Voor de jaren na 1994 legt DNB de prioriteiten dus duidelijk anders dan bij voorbeeld het Centraal Planbureau, dat lastenverlichting en verbetering van de Nederlandse infrastructuur topprioriteit geeft.

Duisenberg verwerpt de inzet van het begrotingsbeleid in Europa om tegenwicht te bieden aan de huidige conjuncturele neergang. Deze afwijzing berust niet op de volgens sommigen geringe effectiviteit van een dergelijk beleid. Is het echter niet de omvang van het overheidstekort, dan is het wel het niveau van de overheidsschuld dat inzet van het begrotingsbeleid als conjunctuurstimulerend instrument in de weg staat.

Duisenberg stelt de vraag hoe in de EMU evenwicht ontstaat tussen het monetaire en het budgettaire beleid. Hij constateert dat waar het Europese monetaire beleid in de toekomst op centraal niveau zal worden bepaald, het begrotingsbeleid een nationale aangelegenheid blijft. Gegeven Duisenbergs oog voor de stabiliserende functie van het begrotingsbeleid, zullen voorstellen om in de toekomst op EG-niveau een stabiliserend begrotingsbeleid te voeren, wellicht op een positief onthaal van de zijde van DNB mogen rekenen. Een interessant voorstel hertoe is onlangs uitgewerkt door Italianer en Vanheukelen³. Het voorgestelde systeem werkt als volgt. Voor elke lidstaat wordt de werkloosheid (op geharmoniseerde basis) met enige regelmaat gemeten. Op basis van de omvang van het positieve verschil met het gemiddelde in de EG wordt bepaald in hoeverre een land recht heeft op een overdracht van de EG. Italianer en Van Heukelen schatten de kosten van dit systeem op circa 0,2% van het bbp van de Gemeenschap. Het systeem levert ongeveer dezelfde mate van stabilisatie op als het werkloosheidssysteem in de Verenigde Staten, dat door zijn centrale opzet ook een stabiliserende invloed heeft.

Inflatie

De bijdrage vanuit het begrotingsbeleid aan de oplopende inflatie kan niet rekenen op veel sympathie van de bank. In 1991 steeg de prijsindex van gezinsconsumptie in ons land met bijna 4%. Meer dan de helft van deze prijsstijging vond haar oorsprong in de collectieve sector, waarvan het grootste deel direct voor rekening van de overheid zelf kwam. DNB zou zichzelf niet zijn als deze ontwikkeling haar geen zorgen baart. Het enige 'voordeel' van de inflatieversnelling is dat door het hogere nominale inkomen de piek in de staatsschuldquote één jaar eerder valt dan aanvankelijk werd verwacht. In zijn algemeen overzicht memoreert de president dat binnen het Comité van centrale-bankpresidenten van de Gemeenschap consensus bestaat dat slechts van stabiele prijzen kan worden gesproken als de inflatie niet méér bedraagt dan 0 à 2% per jaar. In het Verdrag van Maastricht is bepaald dat een voorwaarde voor toetreding tot de EMU is dat de inflatie niet meer dan 1,5 procentpunt boven het gemiddelde mag liggen van de inflatie in de (ten hoogste drie) lidstaten die in termen van prijsstabiliteit het beste presteren. In 1991 voldeed Nederland volgens DNB aan dit criterium. De marge was echter nog maar 0,5 procent-

punt. Bovendien behoorde ons land niet meer tot de groep van drie EG-landen met de laagste inflatie. Duisenberg waarschuwt voor de gevolgen van een structureel te hoge inflatie: onzekerheid over toekomstige prijsontwikkelingen, onbedoelde en ongerichte herverdeling van inkomens en vermogens en een prijs-loonspiraal die onze concurrentiepositie kan verslechteren⁴. Wanneer de inflatie tussen landen te zeer uiteenloopt, kunnen wisselkoersaanpassingen noodzakelijk worden, hetgeen het vertrouwen in het wisselkoersmechanisme van het EMS kan schaden. De Nederlandse inflatie moet daarom volgens Duisenberg omlaag, zelfs als dat gepaard gaat met een tijdelijke inzinking van de groei en oplopende werkloosheid. Dat is "de prijs die moet worden betaald voor een gezonde economische ontwikkeling op de wat langere termijn" (blz. 24).

Een inflatie van 4% is mijns inziens inderdaad te hoog. Wanneer de Duitse inflatie – in 1991 3,5% – echter in 1992 niet substantieel daalt, en daar ziet het thans naar uit, kan men zich afvragen of verlagings van het inflatiepeil onder dat van Duitsland wel nodig is. Mijn inziens is het antwoord op deze vraag bevestigend. Een lagere inflatie dan die van Duitsland is goed voor onze concurrentiepositie.

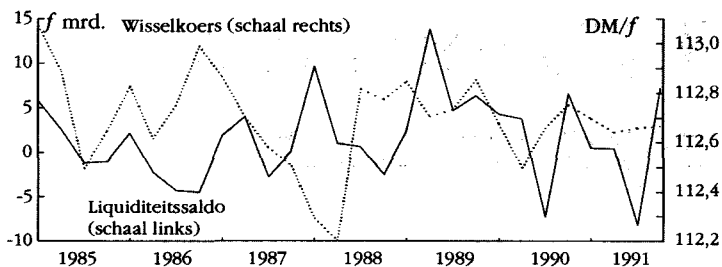
Monetaire politiek

Ook het monetaire beleid in Nederland staat sterk onder invloed van de Europese integratie. In heldere bewoordingen wordt de 'accentverschuiving' uiteengezet die in het midden van de jaren tachtig bij het geldhoeveelheidsbeleid is aangebracht. Deze accentverschuiving behelsde dat de liquiditeitsquote, die in 1991 opliep tot 51,6%, niet langer fungeert als intermediaire doelvariabele⁵. De toegenomen internationale kapitaalmobiliteit en de liberalisatie van financiële markten maakten een onafhankelijk geldhoeveelheidsbeleid onmogelijk, gegeven het streven van koppeling van de gulden aan de D-mark. De liquiditeitsquote fungeert ook niet langer als indicator van de ruimte of krapte van de monetaire verhoudingen. In de periode 1985-1989 steeg de liquiditeitsquote met 10 procentpunten, terwijl de gemiddelde inflatie nog geen 0,5% bedroeg. Vanaf medio jaren tachtig richt het beleid zich op een zodanige binnenlandse liquiditeitscreatie dat het nationaal liquiditeitsoverschot, bezien over een wat langere periode, nul is. Aldus wordt voorkomen dat een langdurige afvloeiing van liquiditeiten naar het buitenland twijfel zou doen ontstaan over het gevoerde wisselkoersbeleid. De structureel aanvaardbare jaarlijkse groei van het netto-geldscheppend bedrijf van de banken werd becijferd op 7%-8%. Het instrument dat hiertoe kan worden ingezet is de monetaire kasreserve.

3. A. Italianer en M. Vanheukelen, Proposals for Community stabilisation mechanisms: some historical applications, te verschijnen in: *The economics of Community public finance*, *European Economy*, speciale uitgave.

4. Met de concurrentiepositie ging het overigens in 1991 de goede kant op. De verbetering van het concurrentievermogen in 1991 kan volledig worden toegeschreven aan de ontwikkeling van de gewogen koers van de gulden, die met 1% deprecieerde.

5. Zie ook J. de Haan en L.H. Hoogduin, Accentverschuiving in het monetaire beleid, *ESB*, 11 november 1987, blz. 1068-1072.



Figuur 1. Liquiditeitssaldo en wisselkoers, 1985-1991

Echt overtuigd van dit beleid lijkt de president echter niet. Aan dit beleid liggen namelijk drie veronderstellingen ten grondslag, waarvan de geldigheid door de president in twijfel wordt getrokken. Ten eerste dient de geldvraagfunctie stabiel te zijn. Onder stabiliteit wordt in dit verband doorgaans verstaan dat er een relatie bestaat tussen de geldhoeveelheid en enkele macro-economische variabelen, zoals het nationaal inkomen en de rente, die niet al te veel variatie vertoont in verschillende deelperioden, en die bovendien een redelijke voorspelkracht heeft. Het onderzoek naar de stabiliteit van de geldvraagfunctie in Nederland leverde tot nu toe geen eenduidige conclusies op. In een recent artikel concluderen Fase en Winder dat in de periode 1970-1988 de stabiliteit van de vraag naar M2 bevredigend is, terwijl Cesar, De Haan en Jacobs de conclusie trekken dat tussen de liquiditeitenmassa en enkele macro-economische variabelen in de periode 1959-1984 geen stabiele evenwichtsrelatie op de lange termijn bestaat⁶. In het Jaarverslag wordt melding gemaakt van recent econometrisch onderzoek dat binnen de bank is verricht, dat eveneens duidt op een afnemende stabiliteit van de geldvraag, in ieder geval op korte termijn bezien. Een verdere aanwijzing hiervoor is dat het groeitempo van M2 (4,9%) in het verslagjaar een zeer ongelijkmatig verloop had⁷. De ontwikkeling van M3 (groei 6%), bestaande uit M2⁸ en kortlopend spaargeld, en van M1 (groei 5%) waren niet wezenlijk anders.

Een tweede veronderstelling is dat een langdurige, overmatige binnenlandse liquiditeitscreatie leidt tot afvloeiing van liquiditeiten naar het buitenland. De kwantitatieve betekenis van dit verschijnsel valt volgens de president in het niet bij de zeer omvangrijke aanpassingen in de beleggingsportefeuille van beleggers. Sinds het midden van de jaren '80 blijkt namelijk het effectenverkeer een veelal bepalende invloed op het beloop van het nationale liquiditeitsaldo te hebben gehad.

Ten slotte wordt verondersteld dat afvloeiing leidt tot vertrouwensverlies en druk op de wisselkoers van de gulden. Dit wordt echter niet bevestigd door de feitelijke ontwikkeling. Figuur 1 geeft de ontwik-

keling van het nationale liquiditeitsaldo en de wisselkoers van de gulden ten opzichte van de D-mark voor de periode 1985-1991. Uit de figuur blijkt dat er inderdaad weinig verband tussen beide grootheden bestaat. Uit de figuur volgt eveneens dat het liquiditeitsaldo in het verslagjaar een zeer grillig verloop kende.

Men zou natuurlijk kunnen tegenwerpen dat wanneer de gulden door een overmatige liquiditeitsafvloeiing onder druk komt te staan, zulks tot uitdrukking komt in een oplopend korte-rente-ecart met Duitsland. Uit figuur 2 blijkt echter dat het liquiditeitsaldo eveneens weinig verband vertoont met het rente-ecart.

Wie verwacht dat DNB uit het voorgaande de conclusie trekt dat beheersing van de groei van de binnenlandse liquiditeitscreatie niet langer zinvol is, komt bedrogen uit. De bank concludeert namelijk dat "bij het inzetten van het instrument van de monetaire kasreserve grote terughoudendheid moet worden betracht. Alleen in zeer bijzondere omstandigheden van uit het lood geslagen reële ontwikkelingen of een ernstige bedreiging daarvan, gepaard gaande met overmatige binnenlandse liquiditeitscreatie en aanhoudende afvloeiing naar het buitenland, zal activering van het instrument van de monetaire kasreserve worden overwogen" (blz. 26).

Ten slotte

Een Jaarverslag van DNB is niet alleen zeer boeiend vanwege de inhoud. Ook wat er niet in staat, is soms interessant. Zo viel het mij op dat weinig worden vuil gemaakt aan het opgelopen rente-ecart met Duitsland. De afstand tussen de Duitse en de Nederlandse kapitaalmarktrente is sedert midden augustus geleidelijk opgelopen tot gemiddeld 40 basispunten in december. Over de oorzaak hiervan tast de lezer van het Jaarverslag echter in het duister.

Jakob de Haan

6. M.M.G. Fase en C.C.A. Winder, The demand for money in the Netherlands revisited, *De Economist*, 1990, blz. 276-301 en H. Cesar, J. de Haan en J. Jacobs, Monetary targeting in the Netherlands. An application of cointegration tests, *Applied Economics*, november 1990, blz. 1537-1548.

7. Evenals in voorgaande jaren kwam een aanzienlijk gedeelte (50%) van de liquiditeitsaanwas, voor zover aangehouden bij banken, voor rekening van de sector bedrijven. Uit een enquête van de Bank komt naar voren dat de gestegen winsten en de daarbij achterblijvende groei van de bedrijfsinvesteringen de voornaamste oorzaken van deze liquiditeitsaccumulatie waren.

8. Per 1 januari 1992 is de definitie van de binnenlandse liquiditeitenmassa (M2) aangepast. Het onderscheid tussen 'eigenlijk' en 'oneigenlijk' spaargeld is komen te vervallen. Spaargeld maakt niet langer deel uit van M2; het korte spaargeld vormt onderdeel van M3. In het kader van de harmonisatie van de geldbegrippen, heeft het Comité van centrale-bankpresidenten besloten tot introductie van M3H en M4H (met de H van geharmoniseerd). M3H, dat bestaat uit chartaal geld, giraal geld, termijndeposito's, valutategoeden en kortlopende spaargelden, zal het centrale geldbegrip worden. Voor Nederland betekent dit dat de korte verplichtingen van de overheid uit het bestaande M3-begrip (en ook uit M2) zullen worden verwijderd. Kortlopende uitzettingen van banken bij de overheid zullen niet langer als monetaire financiering worden aangemerkt. M4H bestaat uit M3H plus verplichtingen van niet-banken met een liquiditeitskarakter, zoals schatkistpapier of commercial paper.

Figuur 2. Liquiditeitssaldo en korte-rente-ecart, 1985-1991

