

Jaarverslag DNB: kansen en bedreigingen

In het onlangs verschenen *Jaarverslag 1988* van De Nederlandsche Bank (DNB) wordt door president Duisenberg in het 'Algemeen overzicht' met enige voldoening teruggekeken op het verslagjaar. De werkgelegenheid en de productie vertoonden in vele landen een bevredigende groei. De ontwikkelingen in Nederland steken wat dit betreft niet ongunstig af bij de ontwikkelingen elders. Bovendien hebben de Nederlandse overheidsfinanciën in 1988 een keer ten goede laten zien. Ook de ontwikkelingen in het thans lopende jaar worden met enig vertrouwen tegemoet gezien. De conjuncturele opgang wordt volgens de president echter van verschillende kanten bedreigd. Dit geldt met name voor de uiteenlopende betalingsbalansontwikkelingen en de hier en daar waargenomen heropleving van de inflatie.

Internationale ontwikkelingen

De president constateert dat de periode van eind 1982 tot heden het beeld oplevert van de langste periode van ononderbroken economische opgang sinds de tweede wereldoorlog. De economische groei in de OESO-landen bedroeg in 1988 gemiddeld ruim 4% en wordt voor een belangrijk deel toegeschreven aan een opmerkelijk hoge investeringsactiviteit. Als mogelijke verklaringen voor het investeringsgedrag noemt Duisenberg de hoog opgelopen bezettingsgraad van de productiecapaciteit, de verbeterde winstgevendheid van het bedrijfsleven, de dalende rentekosten en de relatief grote mate van rust op het internationale politieke front. Voor Europa in het bijzonder gold daarnaast wellicht het momentum van de interne markt van 1992. Volgens Duisenberg lijkt de verwachting gewettigd dat ook in het thans lopende jaar sprake zal zijn van een alleszins bevredigende investeringsgroei.

Spanningsverschijnselen

Duisenberg constateert dat de investeringsgroei toch niet voldoende was om de afzetontwikkeling bij te benen. De bezettingsgraden liepen tot record-

hoogten op waardoor in de loop van 1988 spanningsverschijnselen optraden, zoals het toenemen van de betalingsbalansonevenwichtigheden en een versnelling van de inflatie. Als gevolg van het naderen van de capaciteitsgrenzen viel het groeitempo van de Amerikaanse uitvoer sterk terug. Tegelijkertijd trok de Amerikaanse invoer in de loop van het tweede halfjaar aan, onder invloed van een toeneming van de binnenlandse vraag. Al met al lijkt het er volgens Duisenberg op dat aan de zo noodzakelijke Amerikaanse *betalingsbalansaanpassing* voorlopig en voortijdig een einde is gekomen. Ook de belangrijkste overschotlanden leverden geen bijdrage aan het noodzakelijke aanpassingsproces. Zo verminderde het Japanse overschot op de lopende rekening slechts marginaal, terwijl het Duitse surplus zelfs toenam.

De *inflatie* is in de geïndustrialiseerde landen het grootste deel van het verslagjaar gematigd gebleven. In de VS boden onder andere het krappere monetaire beleid en een appreciërende dollar voldoende tegenwicht aan een verder stijgende inflatie. Met de bescheiden appreciatie van de dollar werd echter in de loop van 1988 inflatie naar andere landen geëxporteerd. Volgens Duisenberg heeft dit met het stijgen van de grondstofprijzen, het naderen van de capaciteitsgrenzen, het afvlakken van de productiviteitsgroei en de versnelling in de loonontwikkeling ertoe geleid dat de rust op het prijzenfront in gevaar lijkt te zijn gekomen.

Enige relativisering van de door Duisenberg gevreesde inflatoire ontwikkelingen is op z'n plaats. Van een naar verwachting gemiddeld genomen lagere dollarkoers, als gevolg van het uitblijven van de Amerikaanse betalingsbalansaanpassing, zal dit jaar en volgend jaar in de meeste landen een sterk compenserende invloed uitgaan op de inflatoire gevolgen van eventueel stijgende energie- en grondstofprijzen. Ook de conjuncturele afvlakking in de VS zal bijdragen aan een gematigde mondiale inflatoire ontwikkeling.

Het Europese Monetaire Stelsel

Binnen het Europese Monetaire Stelsel (EMS) was het overwegend rustig.

Enkele valutaire spanningen konden met rentemaatregelen en valutainterventies door de centrale banken binnen korte tijd worden ingetoomd. Volgens de president maakte de toegenomen convergentie in de economische ontwikkeling van de aan het EMS deelnemende landen ook in 1988 een herschikking van de spilkoersen niet nodig. Tegelijkertijd wordt echter geconstateerd dat divergerende betalingsbalansontwikkelingen onder de betrekkelijke rust een tijdbom legden, waarvan de lont volgens de president al enige tijd brandt (in de veronderstelling dat tijdbommen lonten hebben in plaats van klokjes). Volgens Duisenberg zal beleidsaanpassing in de landen die met toenemende tekorten kampen ervoor moeten zorgen dat de vermeende lont tijdig wordt gedoofd.

Duisenberg gaat hier echter voorbij aan de verantwoordelijkheden die de overschotlanden hebben. Deelneming aan het EMS vereist immers van alle deelnemende landen verantwoordelijkheid. Dit is een eis van symmetrie. Gelet op de fors toenemende handelsoverschotten van de Bondsrepubliek is het evident dat een herschikking binnen het EMS – in casu een revaluatie van de Duitse mark – al geruime tijd op zich laat wachten. Het Duitse overschot wordt immers in toenemende mate in de intra-Europese handel gerealiseerd. De duidelijke onderwaardering van de Duitse mark behoeft daarom dringend correctie. Dit is realistischer dan de aanpassingslast uitsluitend naar de tekortlanden toe te schuiven.

De Nederlandse economie

De Nederlandse economie heeft in 1988 ten volle geprofiteerd van de – ook voor Duisenberg – onverwacht krachtige opleving van de wereldeconomie. Onze *uitvoer*, exclusief energie, steeg in volume gemeten met bijna 11%, waarmee het uitbundige groeitempo van de wereldhandel zelfs werd overtroffen. De gunstige exportontwikkeling wordt toegeschreven aan de verdere versterking van onze internationale concurrentiepositie, veroorzaakt door de gematigde loonontwikkeling en de sterke stijging van de arbeidsproductiviteit. Verder was er sprake van een kwaliteitsverbetering van ons exportpakket, mede door de krachtige ontwikkeling van de investeringen. In vergelijking met andere landen is het *investeringsherstel* bijzonder krachtig geweest, vooral door de verbeterde afzetperspectieven en de gunstige winstontwikkelingen. Een verdere stijging van de netto-investeringsquote (thans circa 6%) acht de president echter dringend geboden, vooral om een meer substan-

tiële reductie van de werkloosheid te bewerkstelligen.

De ontwikkeling van de *werkgelegenheid* wordt gunstig beoordeeld. Dank zij het effect van toegenomen deeltijdarbeid bedroeg de uitbreiding van de werkgelegenheid gemeten in personen 90.000. Per saldo nam de geregistreerde werkloosheid af met ruim 15.000 personen. Het werkgelegenheidsherstel is, volgens de president, behalve uit macro-economische factoren te verklaren uit een geleidelijk wat beter functionerende arbeidsmarkt: toegenomen arbeidsmobiliteit, ruimere toepassing van flexibele arbeidsrelaties en minder sterke beloningsverhoudingen. Ook het terughoudende minimumloonbeleid en de scholings- en werkgelegenheidsverruimende maatregelen van de overheid hebben positief uitgewerkt. Toch schetst Duisenberg hier een iets te rooskleurig beeld van de situatie op de arbeidsmarkt. Er bestaan op bepaalde segmenten van de arbeidsmarkt nog steeds duidelijke kwalitatieve discrepanties tussen vraag naar en aanbod van arbeid. Dit manifesteert zich met name in het relatief grote aantal langdurige en slecht opgeleide werklozen. Deze groep lijkt ook bij een verder stijgende netto-investeringsquote en een hoog blijvende economische groei moeilijk of niet aan werk te kunnen komen. Bij- en omscholing van deze groep blijft daarom dringend gewenst. Wel wordt terecht opgemerkt dat het hoge werkloosheidsniveau nog steeds een maatschappelijk probleem van de eerste orde is. Toegeven aan de wens tot een versterkte toeneming van het reëel vrij beschikbare inkomen zal het succesvolle werkgelegenheidsherstel zonder enige twijfel in gevaar brengen, aldus Duisenberg. Deze visie komt overeen met die van CPB-directeur Zalm, die recentelijk bij de publikatie van het *Centraal Economisch Plan 1989* een forse loonstijging "...de best denkbare garantie voor een afname van de groei van de werkgelegenheid" noemde.

In het vorige jaarverslag ventileerde de Bankpresident nog duidelijk zijn zorg omtrent het verloop van 's lands *overheidsfinanciën*. In dit jaarverslag laat de president zich hierover veel positiever uit. De feitelijke uitkomsten van de overheidsfinanciën hebben in 1988 dan ook duidelijk een keer ten goede laten zien. De collectieve-uitgavenquote daalde en het financieringstekort van de totale overheid kwam ruim 1,5 procentpunt lager uit op 7,5% van het nationale inkomen. Daarmee werd royaal aan het in het regeerakkoord overeengekomen tijdspad voldaan. Duisenberg merkt terecht op dat het van groot belang is dat de budgetdiscipline onverbroken blijft gehandhaafd, zodat eventuele meevallers kunnen doorwerken naar de jaren ne-

gentig en Nederland met gezondere overheidsfinanciën het 'slotdecennium van deze eeuw' in kan gaan. Het in januari 1989 door de Studiegroep Begrotingsruimte uitgebrachte advies voor het te voeren begrotingsbeleid, verdient stellig steun, aldus Duisenberg. Als centrale doelstelling kiest de Studiegroep een reductie van het tekort van het Rijk tussen 1990 en 1994 met 2 à 3 procentpunten van het nationale inkomen. De Studiegroep stoelt haar aanbevelingen onder meer op de wens de staatsschuld en de rentelasten in procenten van het nationale inkomen te stabiliseren.

Inflatie

De inflatie in Nederland behoorde in 1988 tot de laagste ter wereld. De recente btw-verlaging, waardoor aan de inflatie een neerwaartse impuls is gegeven, stemt de president in dit verband tot voldoening. Toch zijn er volgens Duisenberg tendensen zichtbaar die doen vrezen dat het gevaar van een weer versnellende inflatie geenszins is uitgebannen. Zo is de inflatie in het buitenland duidelijk aan het toenemen en zijn de wereldmarktprijzen van grondstoffen met ruim 20% gestegen. Ook op lagere energieprijzen kan niet blijvend worden gerekend. Bij de nu hoge bezettingsgraden van het nationale productieapparaat zullen kostenverhogingen volgens Duisenberg sneller worden doorberekend en kan de inflatie een 'vliegwielerwerking' krijgen. Ook het gevaar van een overmatige loonontwikkeling kan slecht uitpakken. Hierdoor wordt bovendien de concurrentiepositie aangetast en het proces van rendementsherstel in de bedrijven onder druk gezet, aldus de president.

De vrees voor een al te sterk oplopen van de inflatie is in het jaarverslag iets te sterk aangezet. Het ligt in de lijn der verwachting dat de inflatie in de komende jaren slechts in beperkte mate zal toenemen (ook anderen, zoals het Centraal Planbureau, zijn deze mening toegedaan):

- gezien het huidige cao-klimaat lijkt het onvermijdelijk dat de loonstijgingen wat verder zullen oplopen. Doch, bij een aanhoudende stijging van de arbeidsproductiviteit zullen de loonkosten per eenheid produkt slechts in beperkte mate oplopen, zodat de per saldo resterende inflatoire impuls gering blijft;
- het investeringsherstel van de afgelopen jaren heeft geleid tot een vergroting van de bestaande productiecapaciteit. Daarnaast was er tevens sprake van een efficiëntere benutting van de bestaande productiecapaciteit. Het gevaar voor oververhitting

en daarmee gepaard gaande 'demand pull inflation' is daarom gering. Hierbij moet worden aangetekend dat door de toegenomen flexibiliteit, als gevolg van een verlenging van de bedrijfstijd alsmede de toegenomen kwaliteit van beheerstechnieken, tegenwoordig een hogere bezettingsgraad valt te realiseren met minder inflatoire gevolgen dan tijdens vroegere conjunctuurecycli;

- door een naar verwachting gemiddeld genomen lagere dollarkoers zal de stijging van de importprijzen in gulden verminderen.

Al met al is het waarschijnlijk dat de inflatie in Nederland in de komende jaren beslist niet ongunstig zal afsteken bij de inflatie elders. De inflatoire impuls uit binnenlandse bron zal ruim onder de inflatoire impuls uit buitenlandse bron blijven. Dit betekent dat door relatief hogere invoerprijsstijgingen de feitelijke inflatie in Nederland hoger zal uitkomen dan op basis van louter binnenlandse factoren is te verwachten.

Monetair beleid

Duisenberg merkt in zijn 'Algemeen overzicht' terecht op dat de marges voor een onafhankelijk monetair beleid door de sterk toegenomen (internationale) vervlechting van financiële markten steeds smaller zijn geworden. Door de geringere invloed die op de ontwikkeling van de liquiditeitsmassa kan worden uitgeoefend, neemt de bijdrage van het monetaire beleid aan de beheersing van binnenlandse inflatoire impulsen af, aldus de president. Toch is een 'overmatige' binnenlandse liquiditeitscreatie in de optiek van DNB ongewenst, omdat dit het gevaar van een omvangrijke afvloeiing van liquiditeiten naar het buitenland doet toenemen. Dit zet de wisselkoers van de gulden onder druk, waardoor hogere geldmarkrentes worden afgedwongen. Het beleid zal daarom volgens Duisenberg gericht moeten zijn op beheersing van de binnenlandse liquiditeitscreatie. Het accent van het monetaire (geldhoeveelheids)beleid komt daarmee in toenemende mate te liggen op ondersteuning van het wisselkoersbeleid. Duisenberg merkt daarom op dat er een *accentverschuiving* is teweeggebracht met betrekking tot de doeleinden van het monetaire beleid: het beleid richt zich meer op wisselkoersstabilisatie dan op inflatiebestrijding.

De huidige binnenlandse liquiditeitscreatie vervult DNB met *zorg*, vooral vanwege het eventuele wisselkoerseffect. In 1988 was er sprake van een flinke monetaire expansie. De binnenlandse liquiditeitsmassa nam met f 25 mil-

jard toe. Met name de banken, die voor ruim f 19 miljard aan liquiditeiten creëerden, waren voor deze stijging verantwoordelijk. DNB heeft aan de banken inmiddels bekendgemaakt dat zij momenteel voldoende tekens ontwaart die op een te uitbundige monetair expansie wijzen, zodat zij zich op grond van de Wet toezicht kredietwezen gerechtigd acht de liquiditeitscreatie van het bankwezen aan banden te leggen.

Sinds het laatste kwartaal van het afgelopen jaar vindt er *overleg* plaats tussen DNB en het bankwezen over een nieuw instrument waarmee de liquiditeitscreatie van de banken kan worden beteugeld. Omdat de oude netto-kredietrestrictie verstarrend uitwerkt op de marktaandeelen van banken, zoekt DNB naar nieuwe mogelijkheden om de bancaire liquiditeitscreatie (het netto geldscheppende bedrijf) op een wat meer marktconforme wijze binnen vastgestelde grenzen te houden. DNB denkt hierbij aan de mogelijkheid de banken te verplichten een renteloze kasreserve (monetaire kasreserve) bij haar aan te houden danwel een boete te laten betalen (monetaire boete), indien de groei van het netto geldscheppende bedrijf van de individuele bank een bepaalde grens te boven gaat. Het overleg tussen DNB en de banken is op het moment van schrijven nog niet afgerond.

Het door DNB geschetste verband tussen de binnenlandse liquiditeitscreatie en de positie van de gulden is minder hard dan wordt verondersteld. De forse liquiditeitscreatie in het afgelopen jaar bij voorbeeld heeft allermist geleid tot een verzwakking van de gulden. De *wisselkoers* van de gulden en het vertrouwen in handhaving van deze wisselkoers worden door veel meer factoren dan de binnenlandse liquiditeitscreatie bepaald:

– er zijn veel externe (vaak buitenlandse) factoren die invloed uitoefenen op de wisselkoers van de gulden. De valuta- en renteontwikkelingen en -verwachtingen elders beïnvloeden kapitaalstromen en daarmee de guldenkoers. Op deze externe factoren kan de centrale bank geen enkele invloed uitoefenen. De nog steeds toenemende integratie van financiële markten impliceert dat deze factoren van steeds groter belang worden. Hierdoor neemt de absolute betekenis van de binnenlandse liquiditeitscreatie van de wisselkoers ten aanzien van de gulden af. De ontwikkelingen in de jaren 1986 en 1988 lieten zien dat de omvangrijke binnenlandse liquiditeitscreatie gepaard ging met verschillende uitkomsten van de kapitaalrekening. In 1986 was er sprake van een forse (netto-)afvloeiing van kapitaal en in 1988 was er sprake van een (netto-)toevloeiing

van kapitaal. De directe, en eenvoudige, relatie die DNB legt tussen de binnenlandse liquiditeitscreatie en de uitkomst van de kapitaalrekening moet dan ook op z'n minst worden gerelativeerd;

- verder laat het zich aanzien dat de loonontwikkeling, de relatief gunstige inflatievooruitzichten, het naar verwachting fors positief blijvende saldo op de lopende rekening en de ontwikkeling van de overheidsfinanciën voldoende (vertrouwens)basis vormen voor de positie van de gulden, met name ten opzichte van de Duitse mark;
- in de optiek van DNB moet een beperking van de bancaire liquiditeitscreatie onder andere leiden tot een stijging van de lange rente, waardoor afvloeiing van kapitaal wordt tegengegaan. Een wezenlijke beïnvloeding van de lange rente behoort echter niet tot de mogelijkheden van DNB. De toeneming van de financiële integratie impliceert dat de lange rente in steeds sterkere mate wordt bepaald door de Duitse lange rente. Van een significant verschil tussen de Nederlandse lange rente en de Duitse lange rente was ook tijdens de beperkte dijkbewaking (een informele kredietrestrictie) in de jaren 1986 en 1987 geen sprake.

Slot

Ondanks alle voldoening die de president van de centrale bank tentoonspreekt over de internationale en nationale economische ontwikkelingen, ziet hij toch enkele bedreigingen. Doch, ook ten aanzien van de bedreigingen is de president niet onverdeeld pessimistisch: "Tijdig bijsturen door de autoriteiten in binnen- en buitenland blijft mensenwerk, maar daarmee niet onmogelijk." Ten aanzien van zowel de inflatie als de wisselkoers van de gulden worden de bedreigingen door Duisenberg te zwaar aangezet. Duisenberg geeft overigens terecht aan dat de bijsturingmogelijkheden van de centrale bank ten aanzien van de inflatie zijn verminderd. De aangebrachte accentverschuiving in het monetaire beleid betekent dat (eventuele) beheersing van de geldhoeveelheid vooral is gericht op beheersing van de externe waarde van de gulden, de wisselkoers.

Evert de Vries

De auteur is verbonden aan het Economisch Bureau van de Amro Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.