

Klaar voor de start

De president van De Nederlandsche Bank kan in zijn recent verschenen *Jaarverslag 1982* met genoegen terugkijken op de monetaire ontwikkelingen in het afgelopen jaar. Het inflatietempo is sterk gedaald, net als de geldmarktrente – in mindere mate – de kapitaalmarktrente, en de wisselkoers heeft een sterke positie in het EMS ingenomen. Helaas zijn effecten op investeringen en werkgelegenheid uitgebleven, maar dat is volgens de Bankpresident een kwestie van tijd. De voorwaarden voor herstel zijn gecreëerd. Het wachten is, goed voorbereid, op het economisch herstel dat komen gaat.

Hoe moet dat herstel optreden? Voor een expansief beleid is geen ruimte. „Een poging ons weg te stimuleren uit het dal waar we ons zelf hebben ingestimuleerd, zou tot mislukken gedoemd zijn”, stelt de Bankpresident. Structurele onevenwichtigheden zoals omvangrijke begrotingstekorten en hoge rentestanden worden daardoor niet weggenomen. Zo'n „herstel” kan alleen maar tijdelijk zijn. Ook van een internationaal gecoördineerd stimuleringsbeleid is weinig heil te verwachten. Het beleid in de verschillende landen loopt daarvoor te ver uiteen en de beleidsruimte is door begrotings- en betalingsbalanstekorten of hoge inflatiepercentages al te veel aangetast. Herstel zal voor een belangrijk deel van „buitenaf” moeten komen. Met name de verwachte opleving in de VS en de Bondsrepubliek kan een belangrijke „spin off” op andere landen hebben. Om van de geboden kansen te profiteren is het wel zaak om een sterke concurrentiepositie op te bouwen. Vooral succesvolle bestrijding van de inflatie is daarbij een onmisbare voorwaarde. Als het beleid daarin slaagt, gloort er hoop.

Monetair beleid gericht op inflatiebestrijding kan niet succesvol zijn als de loonkostenontwikkeling de produktiviteitsstijging te boven gaat en als de overheidshuishouding geen orde op zaken weet te stellen. Immers, in het eerste geval ontstaat er kosteninflatie, in het tweede geval treedt „crowding out” van particuliere investeringen of monetaire financiering op. Wat de loonkostenontwikkeling betreft heeft de president niet te klagen. Weliswaar is de loonsomstijging ten opzichte van 1981 iets versneld, maar de stijging is binnen de produktiviteitsruimte gebleven. Het kapitaalinkomen is daardoor iets verbeterd en kredietexpansie uit hoofde van deze bron wordt voorkomen. De overheidsfinanciën staan er slechter voor. Het structurele deel van het tekort is nog steeds zo groot dat verre gaande en langdurige ombuigingen noodzakelijk blijven. Met voldoening constateert de Bank echter dat monetaire financiering van het tekort beperkt is gebleven en in 1983 zelfs tot nul word gereduceerd. Er is sprake van een „gezonde financiering van een ongezond hoog tekort”.

Enigszins bevreedend in het Verslag is dat de nadruk op liquiditeitsbeheersing door overheid en loontrekkers, niet op het eigen monetaire beleid van toepassing lijkt. Gelet op het beklemtonen van het belang van inflatiebeheersing, zou mogen worden verwacht dat het eigen monetaire beleid op de trendmatige groei van de produktie zou zijn gericht. Dat zou in overeenstemming zijn met het „gematigd monetaristische” beleid zoals dat in eerdere Jaarverslagen is uitgestippeld. De binnenlandse liquiditeitsmassa neemt in de loop van het jaar echter toe met 9½%, terwijl de stijging van het nationaal inkomen slechts 2¼% bedraagt. De liquiditeits-

quote (de verhouding tussen liquiditeitsmassa en nationaal inkomen) stijgt met 2½ procentpunt ten opzichte van 1981 tot 39%. Het gevaar van deze „excess supply” is door Zijlstra eerder als volgt onder woorden gebracht: „Sooner or later any monetary latitude finds its way into investment and expenditure and thus sooner or later it must lead to an increase in prices” 1).

Blijkbaar ziet de Bank niet veel gevaar in de stijging van de liquiditeitsquote. De stijging heeft een conjuncturele achtergrond, zo wordt in het Jaarverslag geconstateerd. De Bank stelt in 1982 „aan de tendentie tot vergrote liquiditeitsaanhouding niets in de weg (te) willen leggen” en een rentedaling te willen bevorderen. Bij het weer aantrekken van de economische activiteit worden de liquiditeiten „vanzelf” weer afgeroomd, wordt optimistisch vastgesteld. Dit moet echter betekenen dat gedurende de verwachte conjuncturele opleving de groei van de liquiditeitsmassa onder de produktiegroei moet liggen. Zoiets is geen gemakkelijke opgave. Het veronderstelt een grote mate van flexibiliteit van het monetaire beleid. In ieder geval mogen monetaire financiering van het overheidstekort en een eventueel aantrekkende loonontwikkeling geen roet in het eten gooien in de monetaire plannen van De Nederlandsche Bank voor de komende jaren. Anders zou een prille opleving van de economie in de kiem kunnen worden gesmoord doordat de inflatie direct weer de kop opsteekt.

Er dreigt nog een tweede gevaar dat de doelstelling van inflatiebestrijding kan ondermijnen. Dat is de concentratie van De Nederlandsche Bank op een sterke gulden, bedoeld om rentedalingen snel door te geven. Handhaving van een vaste wisselkoers dwingt tot valuta-interventies, waardoor de binnenlandse geldmarkt verkraapt of verruimd wordt. Niet alleen kan het binnenlandse monetaire beleid zo worden gefrustreerd, maar ook tijdelijke over- en onderwaardering van de valuta – ten gevolge van trage aanpassingsprocessen – kunnen het gevolg zijn. Korteweg spreekt in dit verband van een „dilemma van de monetaire politiek”, waarmee hij doelt op het onverenigbare van prijsstabiliteit met wisselkoersstabiliteit 2). De weinig hoopgevend ontwikkelingen in het EMS, die duiden op grote economische verschillen tussen de lidstaten, maken omvangrijke valuta-interventies in de toekomst waarschijnlijk. De beheersbaarheid van de binnenlandse monetaire ontwikkeling neemt daardoor verder af.

Het Jaarverslag kenmerkt zich door een gematigd optimisme. Bij nadere beschouwing heeft dit optimisme echter een wankel basis. Het leunt op herstel van „buitenaf”, dat als manna uit de hemel in de schoot van de afwachtinge landen valt. Deze landen hoeven zich slechts op het startschot voor te bereiden. Als de start echter uitblijft, is niet alleen kostbare tijd verloren gegaan voor een zelfstandiger herstelprogramma, maar zit de economie ook nog met een inflatiepotentieel opgezadeld. De val is dan extra hard.

H. Kamps

1) J. Zijlstra, *Monetary theory and monetary policy. A central banker's view*, *De Economist*, 127, nr. 1, 1979, blz. 9.

2) P. Korteweg, *Monetair beleid in Nederland* (1). Doelinden en dilemma's, *ESB*, 12 november 1980.