

Monetair beleid in beweging

De beëindiging van de informele kredietbeheersing en de invoering van het nieuwe instrument van de openmarktpolitiek in de kapitaalmarkt geven alle aanleiding voor een beschouwing van het in Nederland gevoerde monetaire beleid. De auteurs komen hierbij tot de conclusie dat de Nederlandsche Bank in de afgelopen jaren haar beleid terecht heeft aangepast aan de zich wijzigende omstandigheden. Daarbij trad een vermenging op van het voeren van klein en groot monetair beleid, het handhaven van externe en interne waarde van de gulden en het reguleren dan wel beïnvloeden van de korte en lange rente, terwijl de internationale invloeden zich steeds duidelijker deden gevoelen.

DRS. J.H.P.M. VAN LANGE – DRS. G.J.J. VAN ROIJ*

De in de Bankwet 1948 vastgelegde hoofdtaak van de Nederlandsche Bank (DNB) is het reguleren van de geldwaarde van de gulden op zodanige wijze als voor de welvaart van ons land het meest dienstig is en daarbij die waarde zo veel mogelijk te stabiliseren. Dit impliceert dat DNB zowel de binnenlandse koopkracht van de gulden (interne waarde) moet bewaken als de buitenlandse koopkracht (externe waarde). Beide aspecten hangen overigens nauw met elkaar samen; een sterke wisselkoers van de gulden bij voorbeeld remt de inflatie in ons land.

Stabilisatie van de externe guldenwaarde wordt primair nagestreefd door middel van het kleine monetaire beleid. Met behulp van het haar ten dienste staande geldmarktinstrumentarium (wijziging officiële tarieven, vaststellen contingent, speciale beleningen, swaps en instellen kasreserve) kan DNB de korte rente sturen en daarmee de guldenkoers. Hiertoe kan zij uiteraard ook interveniëren op de valutamarkt. Bij het wisselkoersbeleid van DNB staat de positie van de gulden ten opzichte van de Duitse mark centraal. In de praktijk probeert DNB de gulden enigermate boven de in het kader van het Europese Monetaire Stelsel (EMS) afgesproken spilkoers met de mark te laten noteren, ten einde elke mogelijke achterdocht van buitenlandse zijde tegen de gulden te vermijden.

Stabilisatie van de interne guldenwaarde wordt primair nagestreefd door middel van het grote monetaire beleid. Het doel is de groei van de geldhoeveelheid c.q. liquiditeitsmassa groot genoeg te laten zijn om de economie soepel te laten functioneren, maar niet zo groot dat inflatie op gang wordt gebracht. De zogenaamde liquiditeitsquote vervult in dit verband de functie van indicator. Het beleid van DNB sluit zo goed mogelijk aan bij de drie bronnen van geldschepping, te weten het buitenland, de overheid en het bankwezen. Bij gebrek aan voldoende greep op de eerste twee bronnen van liquiditeitscreatie is de geldscheppende activiteit van het bankwezen het aangrijpingspunt bij uitstap van het grote monetaire beleid. Een beoogde beperking van de monetaire expansie zal dan ook veelal resulteren in enigerlei vorm van kredietbeperking. Het kleine en grote monetaire beleid kunnen niet los van elkaar worden gezien. Afhankelijk van de actuele omstandigheden kan een grotere of kleinere wisselwerking tussen beide bestaan. Het belang van het monetaire beleid is betrekkelijk in die zin, dat met name ook het budgetbeleid van de overheid en het loon- en prijsbeleid noodzakelijk (kunnen) zijn voor

de verwezenlijking van de economisch-politieke doeleinden. In dit verband sprak Zijlstra indertijd wel van gematigd monetarisme¹. Vanzelfsprekend is het internationale kader van eminent, vaak doorslaggevend belang.

Monetaire ontwikkeling 1973-1987

De figuur geeft het verloop van de liquiditeitsquote weer, dat wil zeggen de verhouding tussen de liquiditeitsmassa en het nominale nationale inkomen, vanaf 1973 tot 1987. Naast het vrijwel aanhoudende karakter van de quotestijging² springt de spectaculaire versnelling vanaf 1981 in het oog. Enerzijds is de liquiditeitsmassa fors toegenomen, anderzijds werd deze in slechts geringe mate gebonden door de stijging van het nominale nationale inkomen. De zogenaamde liquiditeitsabsorptie was met name in de zeer recente jaren beperkt van omvang, niet alleen vanwege de geringe volumegroei van het nationale inkomen, maar zeker ook omdat de prijzen maar weinig stegen en soms zelfs daalden. Zo bedroeg de liquiditeitsabsorptie uit hoofde van de toeneming van het nationale inkomen in de jaren zeventig soms wel 13% van de liquiditeitsmassa en bleef deze in de jaren tachtig enkele keren beperkt tot 2%, terwijl de absorptie in 1986 zelfs negatief was. In tabel 1 wordt een overzicht gegeven van de oorzaken van de aanwas van de liquiditeitsmassa sinds 1973.

De absolute groei van de liquiditeitsmassa in de jaren zonder kredietrestrictie was weliswaar zeer hoog, maar zeker niet uniek³. In de jaren 1973 en 1974 bevonden de stijgingen zich immers in dezelfde orde van grootte en in 1976 was zelfs sprake van een monetaire verruiming van ongekende omvang. Ook in latere jaren, zowel in die zonder als die met kredietbeperkende maatregelen, manifesteerde zich herhaaldelijk een forse creatie.

* De auteurs zijn als stafeconoom werkzaam bij Rabobank Nederland. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1. Zie bij voorbeeld *Jaarverslag DNB 1978*, blz. 21.

2. In dit artikel wordt niet ingegaan op het vraagstuk van de betrouwbaarheid van de liquiditeitsquote. Hiervoor kan bij voorbeeld worden verwezen naar: M.M.G. Fase, *Monetary control: the Dutch experience*, in: C. van Ewijk en J.J. Klant (red.), *Monetary conditions for economic recovery*, Dordrecht, 1985.

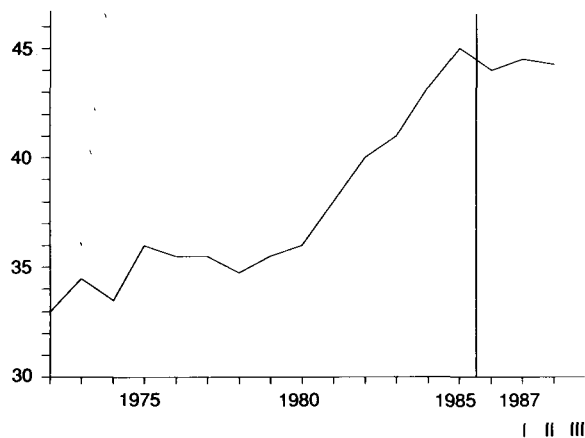
3. Op de verschillende vormen van kredietbeperking wordt verder op nader ingegaan.

Tabel 1. Oorzaken toeneming liquiditeitsmassa, in mrd. gld.

	Vorm van kredietbeperking	Liquiditeitscreatie overheid	Kort krediet particuliere sector	Netto lang bedrijf	Diversen	Totale binnenlandse liquiditeitscreatie	Nationaal liquiditeitsoverschot	Totale aanwas liquiditeitsmassa
1973	indirect	-1,4	6,4	3,4	-0,3	8,0	2,3	10,3
1974	indirect	-1,1	6,6	3,2	-0,7	8,1	3,4	11,5
1975	indirect	2,2	2,1	-3,8	-0,5	0,0	3,9	3,9
1976	indirect	2,7	6,0	7,5	-0,2	15,9	0,6	16,5
1977	direct	1,5	8,5	-4,9	-0,9	4,3	-1,0	3,3
1978	direct	3,4	10,5	-4,3	-1,2	8,3	-4,4	3,9
1979	direct	5,0	9,3	-3,6	0,3	10,9	-3,7	7,2
1980	direct	4,9	6,6	-2,2	-1,3	8,0	-4,0	3,9
1981	direct	1,1	3,6	-1,5	-1,4	1,8	3,8	5,6
1982	geen	-2,4	2,2	7,3	-2,1	5,0	4,4	9,4
1983	geen	-0,8	2,3	10,7	-2,8	9,4	3,7	13,1
1984	geen	-0,2	4,0	1,3	-3,9	1,2	8,0	9,3
1985	geen	-1,9	1,3	8,9	1,1	9,4	6,1	15,4
1986	informeel	0,8	4,9	5,6	5,8	17,1	-9,0	8,2
1986/IV-1987/III	informeel	3,2	-2,7	3,1	5,5	9,1	-1,6	7,5

Bron: Kwartaalberichten DNB, tabel 4.1.

Figuur. Ontwikkeling van de liquiditeitsquote, 1973-1987^a



a. Na correctie voor seizoen, overloop en reeksbreuk. Voor 1987 kwartaalcijfers.

Bron: Jaarverslagen en Kwartaalbericht 1987, nr. 3, DNB.

In 1973-1974 kwam ongeveer de helft van de uitbreiding van de liquiditeitsmassa voor rekening van de korte kredietverlening door het bankwezen aan de particuliere sector. Het netto lange bedrijf van de banken en het verkeer met het buitenland zorgden, ongeveer gelijkmatig verdeeld, voor de andere helft. Het zwaartepunt van de monetaire expansie lag in 1976 bij het netto lange bedrijf, terwijl ook de korte kredietverlening door het bankwezen leidde tot een niet onaanzienlijke liquiditeitscreatie. In mindere mate gold dat voor de overheid, terwijl de verruiming uit hoofde van de betalingsbalans te verwaarlozen was. Ondanks de indirecte kredietrestrictie in de jaren van 1973 tot 1976 groeide de liquiditeitsmassa in die periode sterk.

De effectiviteit van de directe kredietbeperking die daarop volgde (1977-1981) was, afgaande op de cijfers, aanzienlijk groter. De liquiditeitscreatie door het bankwezen (kort krediet aan de particuliere sector en netto lang bedrijf) werd duidelijk aan banden gelegd. De korte kredietverlening bleef een gestage doch afnemende groei vertonen, maar het netto lange bedrijf ging in aanmerkelijke mate gepaard met liquiditeitsvernietiging. De overheid maakte zich schuldig aan monetaire financiering en als gevolg van het verkeer met het buitenland werden vrijwel steeds liquiditeiten vernietigd, toen zich in de jaren 1978-1980 aanhoudende tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans voordeden.

In de periode 1982-1985 was – evenals in het tijdvak 1973-1976 – juist sprake van een flinke verruiming van de monetaire verhoudingen door het omvangrijke surplus op de betalingsbalans. De binnenlandse liquiditeitscreatie was sterk wisselend van omvang. De overheid vernietigde voortdurend liquiditeiten, in schrille tegenstelling tot de jaren 1977-1981. Ook het netto lange bedrijf vertoonde in deze periode, evenals het verkeer met het buitenland, een ontwikkeling die omgekeerd was aan die van het voorafgaande tijdvak en die doorgaans in forse liquiditeitscreatie resulteerde. De korte kredietverlening aan de particuliere sector daarentegen bevond zich op een tamelijk laag niveau. In de laatste twee jaren nam, evenals in de periode 1977-1981, de liquiditeitsmassa in een lager tempo toe dan in de daaraan voorafgaande jaren. Voor 1986 mocht echter worden geconstateerd dat zich een uitzonderlijke toeneming van de totale binnenlandse liquiditeitscreatie manifesteerde. Deze kan voor een belangrijk deel worden toegeschreven aan het bankwezen. De overheid creëerde echter eveneens liquiditeiten, zulks in tegenstelling tot de voorafgaande periode. Opmerkelijk, want sterk afwijkend van voorgaande jaren, was de forse bijdrage aan de binnenlandse liquiditeitscreatie van de door DNB gehanteerde post 'diversen' in de laatste twee aangegeven twaalfmaandsperiodes. Voor 1986 betrof dit, behalve transitorische posten en statistische verschillen, "in hoofdzaak uitzettingen samenhangend met de optiehandel"⁴. De achtergronden van de ontwikkeling van de 'diversen' in de laatste aangegeven periode zijn voornamelijk onduidelijk.

Voor het eerst sinds 1980 deed zich in 1986 weer een afvloeiing van liquiditeiten uit hoofde van het verkeer met het buitenland voor en wel van een uitzonderlijk grote omvang. Van het vierde kwartaal van 1986 tot en met het derde kwartaal van 1987 voltrok zich een terugval in de liquiditeitscreatie door het bankwezen. Hierbij valt met name de vernietiging uit hoofde van het korte krediet aan de particuliere sector op. De liquiditeitscreatie door de overheid vormde overigens een bijdrage aan de totale binnenlandse aanwas van liquiditeiten.

Ten aanzien van de lange passiva blijkt nadrukkelijk de invloed van de directe kredietbeperking in de periode 1977-1981, alsmede die van de informele kredietbeheersing in 1986/1987 (zie tabel 2). De banken spanden zich nadrukkelijk in om kapitaalmarkt middelen te werven, zodat daarmee op monetair neutrale wijze aan de stijgende krediet-

4. Jaarverslag DNB 1986, blz. 82.

Tabel 2. Netto lang bedrijf, in mrd. gld.

	Vorm van kredietbeperking	Lange uitzettingen overheid	Hypothecaire leningen	Overige lange uitzettingen	Totaal lange activa	Kapitaalmarkt beroep (netto)	Eigenlijk spaargeld	Overige lange passiva	Totaal lange passiva	Netto lang bedrijf
1973	indirect	0,0	2,8	4,0	6,8	-0,9	-1,6	-1,1	-3,6	3,2
1974	indirect	0,5	2,9	2,9	6,3	-0,6	-0,1	-2,4	-3,1	3,2
1975	indirect	0,8	3,4	3,4	7,6	-1,9	-7,5	-2,1	-11,5	-3,9
1976	indirect	1,1	7,9	3,5	12,5	-0,7	-1,9	-2,4	-5,0	7,5
1977	direct	-0,3	10,4	3,2	13,3	-6,2	-9,1	-2,9	-18,2	-4,9
1978	direct	-0,1	11,5	6,1	17,5	-7,6	-8,5	-5,7	-21,8	-4,3
1979	direct	1,1	9,8	5,4	16,3	-6,7	-8,5	-4,8	-20,0	-3,7
1980	direct	-0,5	8,5	3,3	11,3	-5,8	-6,7	-1,0	-13,5	-2,3
1981	direct	2,9	4,2	3,0	10,1	0,1	-9,7	-2,0	-11,6	-1,5
1982	geen	7,4	1,5	2,3	11,2	-0,2	-1,9	-1,9	-4,0	7,2
1983	geen	8,4	4,1	2,7	15,2	-1,9	0,1	-2,8	-4,6	10,6
1984	geen	7,9	5,4	0,2	13,5	-0,7	-7,9	-3,7	-12,3	1,2
1985	geen	8,4	4,4	6,1	18,9	-3,0	-5,5	-1,5	-10,0	8,9
1986	informeel	6,3	7,1	9,8	23,2	-6,1	-7,9	-3,6	-17,6	5,6
86/IV-87/III	informeel	0,4	8,2	8,2	16,8	-5,3	-4,6	-3,8	-13,7	3,1

Bron: Kwartaalberichten DNB, tabel 4.1.

vraag kon worden voldaan. Het netto kapitaalmarktberoep vertoonde vooruitlopend op de beëindiging van de monetaire maatregelen overigens reeds in 1981 een markante wijziging. Tijdens de informele kredietbeheersing manifesteerde zich met name hierin weer een forse toeneming.

Kredietrestrictie

De indirecte kredietrestrictie, door DNB veelal aangeduid als liquiditeitsreserveregeling, hield in dat de betrokken instellingen (algemene banken, Rabobank, toenmalige PTT-geldinstellen en spaarbanken) een maandelijks door DNB vast te stellen percentage van hun korte binnenlandse toevertrouwde gelden in liquide vorm moesten aanhouden (variabel percentage X). Ten einde te voorkomen dat de uitkomsten van de regeling zouden worden beïnvloed door de liquiditeiten die werden aangehouden in het spaarbedrijf, werd bepaald dat ook ten opzichte van de lange binnenlandse toevertrouwde gelden een liquiditeitsreserve van kracht zou zijn (een in beginsel vast percentage Y). De liquiditeiten bestonden in belangrijke mate uit schatkistpapier. Tot de korte gelden werden voornamelijk de girale tegoeden, de korte-termijndeposito's en de oneigenlijke spaargelden gerekend. De lange gelden betroffen de eigenlijke spaargelden en de lange-termijndeposito's. Gegeven de feitelijk bij de banken aanwezige liquiditeiten kon door wijziging van het percentage X de omvang van de vrije liquiditeiten en daarmee de mogelijkheid tot kredietverlening van het bankwezen worden beïnvloed. De zogenaamde lichte fase van de indirecte kredietbeperking werd medio 1973 van kracht. In het daaropvolgende jaar verkrapte DNB de marge aan vrije liquiditeiten. Indien zij deze marge zou terugbrengen tot nul, zou een beroep op haar noodzakelijk kunnen worden ten einde te kunnen voldoen aan de liquiditeitsverplichting (overigens kon niet alleen het percentage X worden verhoogd, maar behoorde ook de invoering van een aanvullende renteloze kasreserve in beginsel tot de mogelijkheden). Deze zogenaamde zware fase van de indirecte kredietrestrictie is echter nooit gehanteerd, ook niet toen zich in 1976 een zeer krachtige kredietexpansie manifesteerde. "Van toepassing van de zware fase van het indirecte systeem zou een te sterke opwaartse druk op de rente kunnen uitgaan, hetgeen bij de geldende externe positie van de gulden de liquiditeitstoever uit het buitenland zou stimuleren", zo schreef DNB in haar jaarverslag over 1977⁵. Zij vreesde derhalve een stijging van de korte rente door de verkrapping van de geldmarkt, die zou resulteren bij toepassing van de zware fase. Het niet aan-

wenden van dit middel betekende de facto het staken van de indirecte kredietbeperking. De percentages X en Y werden geleidelijk verlaagd en eind 1979 werd de liquiditeitsreserveregeling officieel beëindigd.

Na overleg met het bankwezen ging DNB in de loop van 1977 over tot de directe kredietrestrictie. Het totaal van het korte krediet aan de particuliere sector en de (middel)lange uitzettingen van de banken, voor zover niet gefinancierd met kapitaalmarkt middelen, mocht in dat jaar toenemen met 12%. Deze toelaatbare expansie werd in de daarop volgende jaren geleidelijk verlaagd tot 6% in 1981, het laatste jaar dat de regeling van kracht was. De banken werden derhalve aangezet tot het werven van lange middelen, zodat een opwaartse druk op de lange rente ontstond, in tegenstelling tot de situatie van een indirecte kredietbeperking die aangrijpt in de korte sfeer. Aldus werd zowel hoe-veelheidsbeleid als prijsbeleid toegepast, "met dien verstande dat de beoogde geldgroei voorop staat en de hoogte van de kapitaalmarktrente resultante is"⁶. Indien de collectiviteit van de kredietinstellingen de norm zou overschrijden, zouden de individuele banken die in overtreding waren een renteloos deposito (tot 50% van het bedrag van de overschrijding) bij DNB moeten aanhouden. Van deze bepaling is in de praktijk overigens nogal eens afgeweken.

In 1981 werd ook de groei van de korte kredietverlening aan de lagere overheid beperkt. Tevens werd onder bepaalde voorwaarden overdracht van kredietruimte tussen deelnemende instellingen mogelijk. Medio 1981 werd de kredietrestrictieregeling opgeschort en eind 1981 werd deze beëindigd. Het vergunningenbeleid ten aanzien van de kapitaalinvloer door de particuliere sector werd dienovereenkomstig versoepeld. Overeengekomen werd dat de rapportage van de totale binnenlandse kredietverlening zou worden voortgezet, ten einde DNB in staat te stellen om snel te kunnen reageren wanneer zich een overmatige liquiditeitsverruiming zou dreigen voor te doen.

Van 1982 tot en met 1985 heeft DNB bij het voeren van het monetaire beleid geen gebruik gemaakt van enigerlei vorm van kredietrestrictie. Op zich was dit ook geenszins verwonderlijk. De conjunctuur herstelde zich terwijl er geen tekenen waren van een aantrekken van de inflatie; integendeel. In een dergelijke situatie zou elke vorm van beper-

5. Jaarverslag DNB 1977, blz. 130.

6. W.F. Duisenberg, De rol van het monetaire beleid, DNB Kwartaalbericht 1987, nr. 1, blz. 23.

king van de liquiditeitsgroei het economische herstel immers slechts kunnen frustreren⁷.

Aangezien in de jaren 1961-1972 (met een tweetal korte onderbrekingen) en 1977-1981 een directe kredietbeperking werd gehanteerd en in het tijdvak 1973-1977 een indirecte kredietrestrictie, werd derhalve voor het eerst sinds meer dan 20 jaar gedurende langere tijd op geen enkele wijze de kredietverlening getemperd. DNB hield de vinger enkel aan de pols van de banken door de overeengekomen handhaving van de rapportage over de kredietverlening.

Weliswaar steeg in het tijdvak 1982-1985 de liquiditeitsquote zeer fors, maar zoals reeds aangegeven was in deze periode geenszins sprake van een overspannen conjuncturele situatie respectievelijk een (flink) stijgende inflatie. Niettemin ging DNB in februari 1986 over tot de invoering van een (nieuwe) vorm van kredietbeheersing. In de volgende paragraaf wordt ingegaan op de achtergronden hiervan. In overleg met de representatieve organisaties van het kredietwezen werd besloten dat deze instellingen de mate van geldschepping zouden beperken tot 5,5 a 6% in 1986. Op het einde van dat jaar, toen duidelijk werd dat de kredietinstellingen dit maximale groeitempo aanzienlijk zouden overschrijden, werd overeengekomen deze informele kredietbeheersing in 1987 te continueren. De groei van het netto geldscheppend bedrijf zou over twee jaren gemeten niet boven 11 à 12% mogen uitgaan.

Evenals bij de formele directe kredietbeperking werden de banken ook bij de informele variant aangezet tot het werken van lange passiva. Daar de informele kredietbeheersing het karakter droeg van een door de banken aangegane inspanningsverplichting, waren geen sancties verbonden aan een mogelijke overschrijding van de norm voor het netto geldscheppend bedrijf. Niettemin bleek dat de banken er eind 1987 nagenoeg in waren geslaagd aan de voor 1986/1987 gestelde norm te voldoen, althans indien de nadelige consequenties voor de lange (spaar)middelenverring van de medio vorig jaar aangekondigde renterenseignering in de beschouwing worden betrokken. Voor 1988 is geen enkele vorm van kredietbeperking actueel. Om tussen 'niets en de directe kredietrestrictie' toch over een aanvullend instrument te beschikken gaat DNB een portefeuille staatsobligaties opbouwen, waarmee openmarktbeleid in de kapitaalmarkt kan worden gevoerd. Zij wil door middel van openmarktverkoop signalen aan de markt afgeven. Getracht wordt langs die weg "een zodanig verschil tussen korte en lange rente te doen ontstaan of te handhaven, dat de binnenlandse besparingen zonder vertekening in de kapitaalmarkt worden belegd. Aldus wordt tevens voorkomen dat de binnenlandse liquiditeitenmassa teveel groei-impuls krijgt door een rentestructuur die daartoe wellicht zou uitnodigen"⁸. De opbouw van een voorraad staatsobligaties zal gepaard gaan met een beperking van de hoeveelheid schatkistpapier ten einde de genoemde opbouw op monetair neutrale wijze te doen geschieden. Dit leidt echter tot verruiming van de geldmarkt, hetgeen tot uitdrukking komt in de positie van de banken bij DNB. Ook uit andere hoofde (uitbreiding deviezenreserves DNB met het oog op valuta-interventies en een geringer saldo van de schatkist) zal naar verwachting sprake zijn van een ruimere geldmarkt. Het is zelfs denkbaar dat het geldmarkttekort omslaat in een overschot. Alsdan zou DNB geen mogelijkheden meer hebben om de korte rente te beïnvloeden met het oog op de gewenste min of meer stabiele koersverhouding tussen gulden en mark. Door het instellen van een kasreserve voor een vaste periode, wat er op neerkomt dat banken verplicht middelen aanhouden bij DNB, wil de toezichthouder zo nodig een geldmarkttekort forceren. Daardoor blijven de banken afhankelijk van de kredietfaciliteiten van DNB. Dit betekent dat zij de geldmarktrente kan sturen op een zodanige wijze als in het kader van het kleine monetair beleid gewenst wordt geacht.

Monetair beleid in beweging

De afgelopen vijftien jaren overziende concluderen wij dat zowel de doelstelling, de instrumenten als de plaats van het monetair beleid in Nederland betekenisvolle wijzigingen heeft ondergaan⁹.

Allereerst de doelstelling. In het midden van de jaren zeventig werd het grote monetair beleid nog sterk aangezet. Zo formuleerde DNB in haar jaarverslag over 1976 zelfs nog een expliciete doelstelling voor de liquiditeitsquote, te weten een daling van deze quote met 1% per jaar voor de periode tot 1980. In haar verslag over 1977 schreef zij: "het lijkt verstandig het monetair beleid thans te richten op stabilisering van de eind 1977 bestaande liquiditeitsquote". In de jaren daarna werd geen doel geformuleerd maar bleef het bij een bespreking van de oorzaken van de groei van de liquiditeitenmassa. De aandacht verschoof enigszins naar de externe waarde van de gulden. Vooral ook in de periode waarin geen kredietbeperkende maatregelen van kracht waren, was dit evident. De koppeling van de gulden aan de mark werd als doelstelling nadrukkelijk naar voren gebracht. Den Dunnen sprak zelfs onverbloemd over het geven van voorrang aan het wisselkoersbeleid¹⁰.

Het mag weliswaar op het eerste gezicht vreemd aandoen dat DNB begin 1986 toch weer een, zij het enigszins gewijzigde vorm, van kredietrestrictie aankondigde, in feite echter had zij geen keuze. De monetair verhoudingen waren zeer ruim en de overheersende bron van geldschepping was de kredietverlening door het bankwezen. Ook het feit dat het verschil tussen geldmarkt- en kapitaalmarktrente fors was afgenomen, was voor DNB aanleiding in te grijpen. Het gegeven dat dit gebeurde in een situatie van nagenoeg afwezige inflatie en een allesbehalve overspannen conjuncturele situatie deed de gedachte postvatten dat (vooral) andere redenen aan dit besluit ten grondslag lagen, met name de stabilisatie van de externe waarde van de gulden¹¹. DNB zelf schreef: "De bestending van het vertrouwen in de kracht van de gulden, die ook bij de hiervoor besproken monetair maatregelen (instellen informele kredietbeheersing, vL/vR) een rol heeft gespeeld, ..." ¹². Met andere woorden, er trad een vermenging van het grote en kleine monetair beleid op, waarbij het primaat terecht bij het kleine monetair beleid werd gelegd.

Als doel bij de instelling van de informele kredietbeheersing werd gesteld dat: "de binnenlandse geldcreatie geen verdere bijdrage behoort te leveren tot een stijging van de liquiditeitsquote"¹³. Een duidelijk minder scherpe formulering dan ingeval van de kredietrestrictie van 1977-1981. Een geheel andere economische omgeving ook dan tien jaar eerder, zoals reeds aangegeven. Een ander instrument dan kredietplafonnering was echter niet beschikbaar. Immers, de indirecte variant van de kredietrestrictie houdt het gevaar in van een conflict tussen interne en externe

vervolg op blz. 385

7. Zie ook *Jaarverslag DNB 1982*, blz. 24 en *Jaarverslag DNB 1983*, blz. 26/27.

8. W.F. Duisenberg, *Openmarktbeleid in de kapitaalmarkt*, *DNB Kwartaalbericht 1987*, nr. 3, blz. 18.

9. Zie ook A.M. Dierick en J.H.P.M. van Lange, *Monetaire teugels strakker aangehaald*, *ESB*, 12 maart 1986, blz. 277-279 alsmede J. de Haan en L.H. Hoogduin, *Accentverschuiving in het monetair beleid*, *ESB*, 11 november 1987, blz. 1086-1072.

10. E. den Dunnen, *Instrumenten van het geld- en valutamarktbeleid in Nederland*, Deventer, 1985, blz. 11.

11. Dierick en Van Lange, op. cit., blz. 278.

12. *Jaarverslag DNB 1985*, blz. 85.

13. *Jaarverslag DNB 1985*, blz. 24.

doelstellingen¹⁴, terwijl het inmiddels aangekondigde openmarktbeleid op dat moment nog het leven moest zien. In feite beschikte DNB over een te beperkt monetair-politiek instrumentarium.

Tussen niets en de directe kredietplafonnering kan DNB nu binnenkort in het kader van het openmarktbeleid via de aan- en verkoop van staatsobligaties een signaal geven aan de kapitaalmarkt over de door haar gewenste renteontwikkeling. Het starre systeem van de kredietbeheersing, dat volgens sommigen weinig marktconform is, wordt daarmee op een zijspoor gezet. Feitelijk betekent dit (voorlopig?) een verdringing van geldhoeveelheidsbeleid door rentebeleid, zij het dat het eerstgenoemde beleid zeker niet volledig is uitgerangeerd¹⁵. Ook internationaal voltrekt zich een dergelijke accentverschuiving¹⁶. In ons land is het min of meer traditioneel in het kader van de doelstelling de gulden zo nauw mogelijk te doen aansluiten bij de koers van de mark. Op de kapitaalmarkt zal binnenkort rentebeleid gevoerd kunnen gaan worden, via de voor ons land nieuwe openmarktpolitiek om zodoende het écart tussen de lange en de korte rente voldoende groot te houden, zodat het aanbod van binnenlandse besparingen op de kapitaalmarkt niet wordt aangevuld met uit geldschepping afkomstige middelen¹⁷. Derhalve zien wij niet alleen in de sfeer van de doelstelling maar ook in die van de instrumenten een vermenging van het voeren van groot en klein beleid, het handhaven van interne en externe waarde van de gulden en het beïnvloeden dan wel reguleren van de lange en korte rente.

De internationale context doet zich in de beschouwde periode en zeker de laatste jaren steeds nadrukkelijker gevoelen in het kader van liberalisatie van kapitaalmarkten, dereguleringsplannen en Europese integratieplannen voor 1992, waardoor het kapitaalverkeer volledig vrij zal worden. Het gematigde monetarisme van Zijlstra, waarin het monetaire beleid zijn eigen plaats had naast de budgetpolitiek en het loon- en prijsbeleid, is dan weliswaar niet afgeschaft, maar krijgt door de verdere internationalisatie wel een andere dimensie. De eigen vrije beleidsruimte van de hoedster van de gulden neemt af. De grenzen tussen

geld- en kapitaalmarkt vervagen. DNB heeft ons inziens haar beleid in de loop der jaren terecht aangepast aan de zich wijzigende omstandigheden. Op het vlak van de doelstelling is thans nog nadrukkelijker sprake van 'voorrang' voor het gulden/mark-beleid. Beheersing van de geldhoeveelheid wordt al geruime tijd niet meer in expliciete, concrete beleidsdoelstellingen vertaald. Nu wordt door de toezichthouder slechts de verwachting uitgesproken dat van het openmarktbeleid een matigende invloed kan(!) uitgaan op de binnenlandse geldhoeveelheid¹⁸. Met de invoering van de openmarktpolitiek is het instrumentarium niettemin significant uitgebreid. Of hiermede een instrumentarium tot stand is gebracht dat voldoende toekomstvast is in die zin, dat het bestand is tegen de golven die steeds meer en heftiger vanuit de internationale financiële markten op ons afkomen, staat nog te bezien. Koers houden in woelig water blijft dan ook een ware uitdaging.

J.H.P.M. van Lange
G.J.J. van Roij

14. Zo zou ongetwijfeld een dergelijk conflict zijn opgetreden indien de indirecte kredietrestrictie van kracht zou zijn geweest in de laatste maanden van het vorige jaar. Immers, de gulden noteerde op dat moment zeer sterk binnen het EMS. De door de liquiditeitsreserveregeling optredende druk op de geldmarkt zou dan tot extra opwaartse druk op de koers van de gulden hebben geleid. Bovendien zou het door DNB beoogde effect van een vergroting van het verschil tussen korte en lange rente niet zijn opgetreden, hetgeen betekent dat van minder gewenste rendementsverhoudingen sprake zou zijn gebleven.

15. Bedacht dient te worden dat de rapportageplicht door banken onverkort van kracht blijft. Met andere woorden, DNB kan op grond van monetaire ontwikkelingen desgewenst snel weer overgaan tot de invoering van enigerlei vorm van kredietbeperking.

16. Zo merkte de Westduitse Sachverständigenrat recent op dat naar zijn mening de Bundesbank het strakke geldhoeveelheidsbeleid heeft verlaten. Johnson, vice-voorzitter van de Federal Reserve Board, bracht onlangs naar voren dat thans door de Amerikaanse centrale bank meer aandacht wordt geschonken aan marktfactoren en minder aan de ontwikkeling van het geldaanbod.

17. W.F. Duisenberg, op. cit., blz. 21.

18. W.F. Duisenberg, op. cit., blz. 21.