

# Monetair beleid in Nederland (I)

## Doeleinden en dilemma's

PROF. DR. P. KORTEWEG\*

**Over het in Nederland gevoerde monetaire beleid lopen de meningen uiteen. Zo wordt het De Nederlandsche Bank wel verweten dat zij te veel uitsluitend oog heeft voor het bestrijden van de inflatie en het op peil houden van de koers van de gulden ten koste van de internationale concurrentiepositie en de werkgelegenheid. In dit artikel, dat in twee delen verschijnt, worden de theorie en de praktijk van het monetaire beleid in Nederland onder de loep genomen. In het eerste deel komen de doeleinden van het beleid aan de orde en de dilemma's waarvoor het is geplaatst. Volgende week worden de instrumenten en indicatoren van de monetaire politiek besproken.**

### Inleiding

#### *De kloof tussen theorie en praktijk*

In theorie is De Nederlandsche Bank (DNB) altijd voorstander geweest van een trendmatig monetair beleid en van een flankerend trendmatig begrotingsbeleid en trendmatig loonbeleid. Bij het trendmatig monetair beleid staat afstemming van de groei van de geldhoeveelheid op de trendmatige groei van de reële productie voorop. Bij het trendmatig begrotingsbeleid staat afstemming van het financieringstekort op de trendmatige particuliere spaarquote voorop, zodanig dat daaruit behalve het structurele financieringstekort ook nog het voor de ontwikkelingshulp benodigde structurele surplus op de lopende rekening van 1% van het nationale inkomen, alsmede de voor de gewenste trendmatige groei van de reële productie noodzakelijke particuliere investeringen kunnen worden gefinancierd. Bij het trendmatig loonbeleid staat voorop dat de stijging van de bruto reële lonen wordt afgestemd op de trendmatige stijging van de arbeidsproductiviteit. In theorie was en is de Bank daarmee een, naar eigen zeggen gematigd, monetarist 1).

In de praktijk blijkt echter dat in het afgelopen decennium met de principes van het trendmatige monetaire, budgetaire en loonbeleid steeds meer de hand is gelicht. De geldgroei, hoe ook gemeten, kwam steeds verder te liggen boven de trendmatige produktiegroei en leidde daarmee tot inflatie. Het financieringstekort van de collectieve sector als fractie van het nationale inkomen liep steeds verder op en leidde bij een structureel dalende particuliere spaarquote eerst tot „crowding out” van de particuliere investeringen en later van de export. De bruto reële lonen stegen bovendien voortdurend sneller dan de arbeidsproductiviteit met als gevolg een voortdurend stijgende arbeidsinkomensquote en een voortdurend dalende winstinkomensquote.

#### *De Bank als monetarist*

De steeds breder wordende kloof tussen denken en doen, tussen norm en werkelijkheid op het punt van de geldgroei, het financieringstekort en de loonstijging is in academische kringen herhaaldelijk gesignaleerd en gekritiseerd. De monetaire uiteenzettingen in dit blad naar aanleiding van jaarverslagen van DNB over de jaren 1972 tot en met 1975 vormen daarvan een voorbeeld 2).

Meer dan door deze kritiek echter werd het keerpunt in althans het monetaire beleid van DNB naderbij gebracht door de steeds verder verwilderende monetaire verhoudingen en door de successen van het monetaristisch georiënteerde monetaire beleid in met name Duitsland en Zwitserland. In april 1976 besluit de president van DNB, dr. J. Zijlstra, zijn Algemeen Overzicht in het verslag over 1975 aldus: „In de afgelopen periode van diepgaande verstoringen lijkt de monetaire zijde niet steeds voldoende aandacht te hebben gekregen. Een hernieuwde bezinning op het monetaire beleid als instrument ter voorkoming van inflatie lijkt derhalve geboden” 3).

De resultaten van deze bezinning worden in april 1977 in het jaarverslag over 1976 bekendgemaakt. In zijn Algemeen Overzicht werpt dr. Zijlstra de rol van de centrale bank als grossier in bankbiljetten en technisch adviseur van de overheid, herbevestigt de centrale betekenis van de geldhoeveelheid als beleidsinstrument, wacht niet langer op de totstandkoming van een flankerend trendmatig begrotings- en loonbeleid, en kondigt een trendmatig monetair beleid af dat is gericht op een reductie van de liquiditeitsquote van 40% van het nationale inkomen in 1976 naar 36% in 1980 4). Daartoe wordt in 1977 een kredietplafond ingevoerd waarbij de groei van het netto geldscheppend bedrijf van het bankwezen aan een maximum wordt gebonden 5). Doel is herafstemming van

\* Hoogleraar Monetaire Theorie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam. De auteur dankt dr. E.J. Bomhoff voor zijn commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

1) Zie daarvoor het Algemeen Overzicht in De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1976*, blz. 22 en J. Zijlstra, *Central banking — a moderate monetarist's view*, voordracht te Jeruzalem, november 1979. In de algemene termen van het boven omschreven trendmatige driepuntsbeleid zijn alle monetaristen die ik ken gematigd. De meeste monetaristen zijn slechts extreem in die zin dat ze van mening zijn dat het trendmatige loonbeleid niet de vorm moet hebben van centrale loonmaatregelen en de uitvoering van het trendmatige monetaire beleid niet dient te wachten op de totstandkoming van een trendmatig begrotings- en loonbeleid.

2) Zie de artikelen en commentaren van drs. A.M. Dierick, prof. dr. C. J. Rijnvos, dr. M. M. G. Fase, dr. J. Timmers en ondergetekende in *ESB* van 9 mei, 30 mei en 22 augustus 1973, 9 mei, 21 augustus, 28 augustus en 4 september 1974, 4 juni 1975 en 19 mei 1976.

3) Zie DNB, *Verslag over het jaar 1975*, blz. 21.

4) Zie DNB, *Verslag over het jaar 1976*, blz. 20-23.

5) Daarmee moest worden voorkomen dat de liquiditeitsverkrappen- de werking van de intussen ontstane betalingsbalanstekorten zou worden gecompenseerd door bancaire kredietverlening.

de geldgroei op de trendmatige produktiegroei. Daarmee is de Bank ook in de praktijk monetarist geworden.

Tabel 1. Geldgroei, inflatie, rente en wisselkoersverandering (in percentages)

	1963- 1969	1970- 1976	1977- 1979
1. Geldgroei Nederland (M1) .....	8,6	12,4	6,8
2. Liquiditeitsgroei Nederland (M2) .....	9,2	14,0	6,9
3. Produktiegroei Nederland (bbp) .....	5,5	4,0	2,6
4. Geldgroei per eenheid produkt: (1)-(3) .....	3,1	8,4	4,2
5. Liquiditeitsgroei per eenheid produkt: (2)-(3) .....	3,7	10,0	4,3
6. Inflatievoet Nederland (cpi) .....	4,4	8,6	4,9
7. Geldquote .....	25,8	23,7	23,4
8. Liquiditeitsquote .....	36,6	36,0	37,9
9. Inflatievoet Duitsland (cpi) .....	2,4	5,5	3,5
10. Inflatievoet VS (cpi) .....	2,8	6,5	8,4
11. Procentuele appreciatie (-)/depreciatie (+) gulden/dollar .....	0,1	-4,3	-8,6
12. Procentuele reële verandering gulden/dollarkoers: (11)-(6)+(10) .....	-1,2	-6,4	-5,1
13. Procentuele appreciatie (-)/depreciatie (+) gulden/D-Mark .....	0,2	1,9	1,6
14. Procentuele reële verandering gulden-D-mark/koers: (13)-(6)+(9) .....	-1,5	-1,2	0,2
15. Rente op lange staatsschuld Nederland .....	5,9	8,1	7,7
16. Reële Nederlandse rente: (15) - (6) .....	1,8	-0,5	2,8
17. Rente op lange staatsschuld Duitsland .....	6,8	8,6	6,5
18. Reële Duitse rente: (17) - (9) .....	4,4	3,1	3,0
19. Rente op lange staatsschuld VS .....	4,9	7,2	8,5
20. Reële rente VS (19)-(10) .....	2,1	0,7	0,1

Toelichting.

M1: som van chartaal en giraal geld. Bron: DNB.  
M2: som van M1, termijndeposito's en daggeld, valutagoeden van ingezetenen, oneigenlijk spaargeld en kortlopende overheidsschuld bij het publiek. Bron: DNB.  
bbp: bruto binnenlands produkt. Bron: CPB.  
cpi: consumptieprijsindex. Bron: IFS (International Financial Statistics)  
Rentevoeten en wisselkoersen komen uit IFS.  
Geldquote: M1 in procenten van netto nationaal inkomen tegen marktprijzen (berekend als gemiddelde van vier kwartaalultimo's).  
Liquiditeitsquote: M2 in procenten van netto nationaal inkomen tegen marktprijzen (berekend als gemiddelde van vier kwartaalultimo's).  
Alle weergegeven getallen zijn periodegemiddelden op jaarbasis, tenzij anders vermeld.  
De groeivoeten zijn berekend vanaf jaargemiddelden van de onderliggende variabelen.  
Rentevoeten hebben eveneens betrekking op jaargemiddelden.

Zoals uit tabel 1 blijkt heeft dit monetaire beleid resultaat. Uit regels (1) en (2) blijkt dat de geldgroei, hoe ook gemeten, daalt van gemiddeld 12 à 14% per jaar over de periode 1970-1976 naar rond 7% over 1977-1979. Uit regels (3) en (4) blijkt voorts dat het excès van de geldgroei boven de produktiegroei van de ene op de andere periode ongeveer gehalveerd wordt. Ten slotte daalt blijkens regel (6) het inflatieniveau in Nederland over de jaren 1977-1979 naar dat van de jaren zestig.

In april 1979 constateert dr. Zijlstra dan ook in het jaarverslag over 1978: „Het monetaire beleid heeft zonder twijfel gunstig gewerkt. Men behoeft geen orthodox monetarist te zijn om te constateren dat het krappe monetaire beleid heeft bijgedragen tot de teruggang der inflatie... en daarmee tevens van de daarbij behorende verwachtingen. De Nederlandsche Bank zal dit beleid, dat men gematigd monetaristisch zou kunnen noemen, voortzetten” 6).

Het beleid in discussie

Terwijl in Nederland onder invloed van het monetaire beleid net als in Duitsland de inflatie daalt, loopt de nominale rente op de Nederlandse kapitaalmarkt, anders dan in Duitsland, amper terug. Het gevolg is dat in Nederland de reële rente tot ongekende hoogte oploopt. Uit regel (16) van tabel 1 blijkt dat de ex post gemeten reële rente, die gemiddeld over de periode 1970-1976 nog negatief was, over de periode 1977-1979 gemiddeld bijna 3% bedraagt. In de publieke opinie wordt door sommigen de hoge reële rente geschreven op het conto van het restrictieve, monetaristische beleid van de Bank, terwijl anderen beweren dat de hoge rente leidt tot een te aantrekkelijke, en dus overgewaardeerde gulden ten opzichte van de valuta van onze handelspartners, hetgeen onze concurrentiepositie zou verslechteren 7). En zowel de

hoge reële rente als de overgewaardeerde gulden worden in verband gebracht met de blijkens regel (3) van tabel 1 stagnerende economische groei in Nederland. In april 1980 gaat dr. Zijlstra in het jaarverslag over 1979 op deze kritiek in, terwijl één van de directeurs van de Bank, prof. dr. G.A. Kessler, er in een conferentiebijdrage eveneens aandacht aan besteedt 8).

Daarbij wordt van de zijde van de Bank nogmaals de gematigd monetaristische koers bevestigd, en wordt ontkend dat deze verantwoordelijk is voor de hoge reële rente en de verslechtering van onze concurrentiepositie. Deze ontwikkelingen worden daarbij toegerekend aan de zeer intensieve vraag naar kapitaal van de overheid wegens haar grote financieringstekorten, de hoog opgelopen rente in de Verenigde Staten, de aardgasbaten, de snelle groei van het beslag van de collectieve sector en de afwezigheid van een trendmatig loonbeleid.

Doel van dit artikel

Bovenstaande opmerkingen leiden tot een tweetal vragen, waarop het antwoord van belang is voor een juiste beoordeling van de rol van het monetaire beleid. Ten eerste: waaraan is de tot aan 1977 steeds wijder wordende kloof tussen de theorie en de praktijk, tussen denken en doen van het monetaire beleid in Nederland te wijten? Ten tweede: leidt een monetaristisch beleid zoals sinds 1977 wordt gevoerd en dat gericht is op beperking van de geldgroei tot de trendmatige groei van de produktie, tot een hoge reële rente, een reël overgewaardeerde valuta, een afbrokkelende concurrentiepositie, en economische stagnatie? Kan, met andere woorden, met *monetaire* middelen een *reële* verlaging van de rente en een *reële* depreciatie van de gulden worden bewerkstelligd?

Om deze vragen te beantwoorden zal gebruik gemaakt worden van de ervaringen die zijn opgedaan met het monetaire beleid in het recente verleden en van de nieuwste inzichten van de monetaire theorie. Daarbij zullen in deel I de doelstellingen en dilemma's, en in deel II dat volgende week in *ESB* verschijnt, de beperkingen en instrumenten, van het monetaire beleid in een kleine open economie aan de orde worden gesteld in een poging te voorkomen dat het monetaire beleid wordt overvraagd en tot teleurstellingen leidt 9).

6) Zie DNB, *Verslag over het jaar 1978*, blz. 21.

7) In *Het Financieel Dagblad* van 22, 27 en 28 december 1979 verwijt prof. dr. C. J. Rijnvos DNB een te ambitieus beleid en schrijft hij de gestegen reële rente op het conto van dat beleid. Begin 1980 vragen de verenigde werkgevers dr. Zijlstra per brief om een versoepeling van zijn beleid onder verwijzing naar de hoge reële rente. Kort daarna worden van de zijde van de PvdA vragen gesteld aan de minister van Financiën waarbij de hoge reële rente eveneens op het conto van het monetaristische beleid van de Bank worden geschreven. En bij de bespreking van het jaarverslag van DNB over 1978 door prof. dr. S.K. Kuipers in *ESB* van 16 mei 1979 en van het jaarverslag van DNB over 1979 door prof. J.J. Klant in *Bank- en Effectenbedrijf* van mei 1980 bepleiten beide een op depreciatie en lage rentestanden gerichte ruim-geld-politiek. De verwachting dat zo'n politiek tot een verhoging van de reële wisselkoers en een verlaging van de reële rente zal leiden en daarmee conjunctuurstimulerend zal zijn, is kennelijk ofwel gebaseerd op de irrationele gedragsveronderstelling dat de van zo'n politiek te verwachten hogere invoerkosten niet volledig worden doorberekend in de prijzen, ofwel op de irrationele gedragsveronderstelling dat de tijdelijke voordelen van een vertraagde doorberekening tot *permanente* vergroting van de afzet en de produktie van onze exportindustrieën zal leiden, ofwel op de veronderstelling dat de bestaande wisselkoers zich niet op zijn evenwichtsniveau bevindt wat de moeilijk te beantwoorden vraag oproept wat dat evenwichtsniveau dan wel is.

8) Zie G.A. Kessler, *The impact of Dutch monetary and exchange rate policies on employment*, paper gepresenteerd op de Conference on Employment Policy and Employment Theory, Groningen, september 1980, blz. 28-38.

9) Zulks is overigens al eens eerder op excellente wijze gebeurd door de voormalige president van DNB, dr. M.W. Holtrop in *Monetary policy in an open economy: its objectives, instruments, limitations and dilemmas*, Essays in International Finance no. 43, 1963; en herdrukt in M.W. Holtrop, *Money in an open economy*, Leiden, 1972.

## Doeleinden van het monetaire beleid

De centrale doelstelling van het monetaire beleid was, is en behoort beperkt te zijn tot hetgeen destijds door Holtrop is geformuleerd "... as that of maintaining, under conditions of reasonable full employment, the internal and external value of the monetary unit, or, in other words, stability of the price level and stability of the exchange rate" 10).

Het algemene prijspeil weerspiegelt de schaarsteverhouding tussen geld en goederen. Groeit de geldhoeveelheid voortdurend sneller dan de reële vraag naar geld voortvloeiend uit de groei van de reële produktie, dan is een voortdurende stijging van het algemene prijspeil onvermijdelijk 11). De wisselkoers weerspiegelt mede, maar niet uitsluitend, de schaarsteverhouding tussen de nationale geldhoeveelheden. Groeit de geldhoeveelheid per eenheid produkt in het eigen land voortdurend sneller dan in het andere land, dan is op zich een voortdurende depreciatie van de eigen munt (wisselkoersstijging) onvermijdelijk. Op deze empirische regulariteiten berust de monetaristische norm voor het monetaire beleid volgens welke afstemming van de geldgroei op de trendmatige produktiegroei in elk land een wezenlijke voorwaarde vormt voor prijs- en wisselkoersstabiliteit 12).

Een trendmatig monetair beleid dat is gericht op prijs- en wisselkoersstabiliteit, verschaft tevens de omstandigheden die essentieel zijn voor het bereiken van de doeleinden van de meer algemene economische politiek: volledige werkgelegenheid bij lage werkloosheid, een redelijke mate van economische groei, voorkoming van conjuncturele fluctuaties, en een acceptabele inkomensverdeling. Meer kan van het monetaire beleid niet worden verwacht. Jaren van inflatie hebben nl. de laatste restjes geldillusie bij de deelnemers aan het economische verkeer teniet gedaan. Bij hun prijs- en produktiebeslissingen proberen zij zo goed mogelijk de inflatie te voorzien door optimaal rekening te houden met elke eventuele systematiek in het beleid en in de overige exogene impulsen die op de economie inwerken.

In zo'n wereld van rationeel gevormde verwachtingen en afwezigheid van geldillusie kan een systematisch monetair (of budgettair) beleid gericht op stimulering van de totale nominale vraag via verhoging van de geldgroei, geen blijvende verhoging van de werkgelegenheid en de economische groei boven hun „natuurlijke” niveaus bewerkstelligen, noch ook deze niveaus zelf verhogen, laat staan een gelijkmatiger inkomensverdeling bevorderen. Het verloop van de „natuurlijke” niveaus van de werkgelegenheid en de economische groei wordt bepaald door beslissingen omtrent de vorming en verbetering van fysiek en menselijk kapitaal. Deze investeringsbeslissingen worden gedomineerd door verwachtingen omtrent het verloop van reële factoren zoals de relatieve prijzen van produkten en produktiefactoren, structuren en instituties op de markten van deze produkten en factoren, eigendomsverhoudingen e.d., en niet door nominale factoren zoals de geldhoeveelheid.

Verhoging van de werkgelegenheid en de economische groei boven hun „natuurlijke” niveaus vereist onvoorziene inflatie en dus ongewisheid bij de deelnemers aan het economisch verkeer of de optredende prijsstijgingen specifiek voor hun produkt of factor dan wel algemeen zijn, tijdelijk dan wel permanent. Alleen tijdelijk geachte specifieke prijsstijgingen van een produkt of produktiefactor dienen de individuele aanbieders ervan ertoe te bewegen de bezettingsgraad van hun capaciteit op te voeren boven het „natuurlijke” niveau. Onvoorziene stijgingen van het algemeen prijspeil (inflatie) betekenen algehele confusie over het karakter van de prijsstijgingen. Het gevolg is dat deze door alle marktpartijen onjuist geïnterpreteerd worden als zijnde deels van tijdelijke en specifieke aard, hetgeen ertoe leidt dat over de gehele linie de produktie en werkgelegenheid ten onrechte worden uitgebreid. In een wereld als de onze, waarin de geldillusie verdwenen is en voorspellingen en verwachtingen weliswaar niet foutloos, maar evenmin systematisch fout zijn, kan echter een systematisch gevoerd stimuleringsbeleid niet tot onvoorziene

inflatie leiden. Systematische hantering van de geldgroei ter stabilisering van de volumeconjunctuur en ter stimulering van de werkgelegenheid en de economische groei is daarom, zoals de moderne theorie leert en de ervaring uit het recente verleden bevestigt, uiteindelijk ineffectief en leidt slechts tot (meer) inflatie 13).

Het monetaire beleid dient dus primair trendmatig en acyclisch te zijn, niet gericht op stabilisatie van de volumeconjunctuur noch op stimulering van de economische groei en de werkgelegenheid, maar uitsluitend op prijs- en wisselkoersstabiliteit. Stabiliteit van het algemene prijspeil en van de wisselkoers betekent voorspelbaarheid van de interne en externe koopkracht van het geld. Optredende prijsveranderingen betreffen in zo'n situatie altijd relatieve (ofte wel specifieke) prijsveranderingen en vormen daarmee correcte signalen van de veranderende positie van de betrokken produkten en produktiefactoren op de binnen- en buitenlandse markten, op basis waarvan correcte produktie-, afzet- en werkgelegenheidsbeslissingen kunnen worden genomen. Inflatie, vooral wanneer ze variabel is, tast de betrouwbaarheid van de individuele prijzen als signalen van de marktpositie van de produkten en produktiefactoren aan en leidt tot suboptimale produktie- en werkgelegenheidsbeslissingen, en daarmee tot aantasting van de „natuurlijke” niveaus van produktie, werkgelegenheid en groei 14).

## Dilemma's van het monetaire beleid

Het hoofddoel van het monetaire beleid dient dus beperkt te zijn tot het bereiken van prijs- en wisselkoersstabiliteit door middel van het afstemmen van de geldgroei op de ontwikkeling van de vraag naar reële geldkassen wegens trendmatige produktiegroei. Dat te bereiken is al moeilijk genoeg. Allereerst kunnen zich dilemmasituaties voordoen waarbij het behoud van prijsstabiliteit wisselkoersstabiliteit uitsluit en omgekeerd. Vervolgens veronderstelt afstemming van de geldgroei op de trendmatige produktiegroei beheersbaarheid van de geldhoeveelheid. In hoeverre zulks mogelijk is, hangt sterk af van de voorhanden zijnde instrumenten en hoe ze worden gehanteerd, van de keuze van de indicatoren waarop het monetaire beleid moet varen, en van het institutionele kader waarin het beleid wordt gevoerd. Onder een regime van vaste wisselkoersen is beheersing van de geldhoeveelheid in een kleine open economie nagenoeg onmogelijk. En een centrale bank zonder autonomie kan moeilijk een trendmatig monetair beleid voeren als de regering de economie wil stimuleren. Het zijn deze dilemma's en beperkingen die het monetaire beleid ernstig uit de voor prijs- en wisselkoersstabiliteit vereiste koers kunnen brengen. En blijktens tabel I is dat ook gebeurd; volgens de regels (4) en (5) bleef de geldgroei niet beperkt tot de trendmatige groei van de reële produktie, volgens regel (6) liep de inflatie hoog op, en volgens de regels (11) en (13) apprecieerde de gulden sterk tegenover de dollar en deprecieerde zwak tegenover de D-mark.

10) Zie Holtrop, op. cit., blz. 187.

11) In hetgeen volgt zal gemakshalve worden aangenomen dat de reële geldvraag proportioneel varieert met de reële produktie.

12) Vanzelfsprekend dient een eventuele trendmatige daling van de aangehouden reële geldkassen per eenheid produkt (ofte wel een trendmatige groei van de omloopsnelheid van het geld) wegens efficiëncyverbeteringen in het betalingsverkeer op de trendmatige geldgroei in mindering te worden gebracht.

13) Voor een theoretische en empirische onderbouwing van dit inzicht voor Nederland zij verwezen naar P. Korteweg, De stagflatie van de jaren zeventig: feiten en verklaringen, in: *Internationale stagflatie bij vaste en flexibele wisselkoersen*, Preadviezen voor de Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Leiden, 1978.

14) Zie P. Korteweg, op. cit., blz. 81-86.

Tussen het doel van een stabiel prijspeil en stabiele wisselkoersen ontstaat een dilemma als zich reële wisselkoersveranderingen voordoen. Dat zijn die veranderingen in de wisselkoersen tussen twee valuta die niet zijn toe te schrijven aan inflatieverschillen tussen de betreffende landen maar de weerslag vormen van de instabiliteit van het monetaire beleid in die landen, van verschillen in koopkrachtrisico tussen de valuta van beide landen, van verschuivingen van de internationale vraag naar goederen tussen beide landen, van uit-enlopende produktiviteitsontwikkelingen tussen beide landen e.d. 15).

Geven we de wisselkoers tussen de eigen en de vreemde valuta weer als  $e$  (zijnde het aantal eenheden van de eigen valuta per eenheid vreemde valuta), het binnenlands prijspeil als  $p$ , het buitenlands prijspeil als  $p^*$ , de reële wisselkoers als

$$er = e / p^*$$

en gebruiken we dakjes ( $\hat{\phantom{x}}$ ) om aan te geven dat het gaat om procentuele veranderingen, dan geldt:

$$\hat{e} = \hat{e}r + (\hat{p} - \hat{p}^*)$$

Deze vergelijking brengt tot uitdrukking dat veranderingen van de wisselkoers voor een deel reëel zijn en voor het overige inflatieverschillen met het buitenland weerspiegelen. Stabiele wisselkoersen met het buitenland ( $\hat{e} = 0$ ) en binnenlandse prijsstabiliteit ( $\hat{p} = 0$ ) is alleen mogelijk ingeval ook het buitenland prijsstabiliteit nastreeft ( $\hat{p}^* = 0$ ) en reële wisselkoersmutaties achterwege blijven ( $\hat{e}r = 0$ ). Wisselkoersstabiliteit is niet te combineren met prijsstabiliteit — zelfs niet bij afwezigheid van reële wisselkoersveranderingen — als het buitenland een inflatoir monetair beleid voert. Inflatie in het buitenland leidt tot een vlucht uit de buitenlandse valuta naar de eigen valuta. Een monetair beleid dat prioriteit geeft aan wisselkoersstabiliteit, is dan gedwongen tot aankoop van buitenlandse valuta om appreciatie van de eigen valuta te voorkomen. Door deze valutamarktinterventies begint de binnenlandse geldhoeveelheid sneller te groeien dan de trendmatige productie, hetgeen tot binnenlandse inflatie leidt.

Wisselkoersstabiliteit is evenmin te combineren met prijsstabiliteit — zelfs niet indien het buitenland een monetair beleid voert dat is gericht op prijsstabiliteit — wanneer er tussen de eigen en de buitenlandse valuta reële wisselkoersver-

anderingen optreden. Verschuivingen van de wereldvraag weg van de door het buitenland geproduceerde naar in het eigen land voortgebrachte internationaal verhandelbare goederen en diensten, stijgingen van de produktiviteit van de eigen exportindustrieën t.o.v. die in het buitenland, ontdekking en exploitatie van nieuwe hulpbronnen (zoals aardgas) in het eigen land, leiden allemaal tot een reële appreciatie van de eigen valuta t.o.v. de vreemde valuta ( $\hat{e}r < 0$ ). Een op wisselkoersstabiliteit gericht binnenlandse monetair beleid ( $\hat{e} = 0$ ) leidt in dat geval via valutamarktinterventies tot inflatie ( $\hat{p} = -\hat{e}r$ ). De keuze voor afstemming van het monetaire beleid op wisselkoersstabiliteit leidt dus tot inflatie als het buitenland een inflatoir monetair beleid voert en/of als er reële krachten aan het werk zijn die tot een reële appreciatie van de eigen valuta dwingen.

Het is in dit verband interessant na te gaan wat, gegeven de opgetreden reële wisselkoerswijzigingen tussen de gulden en de dollar enerzijds en de gulden en de D-Mark anderzijds, de gemiddelde inflatie in Nederland en de daarbij behorende gemiddelde geldgroei ongeveer geweest zouden moeten zijn indien onze monetaire autoriteiten gedurende de jaren zeventig de gulden-dollar koers, resp. de gulden-D-Mark koers met terdaad hadden willen stabiliseren. In tabel 2 is een poging gedaan om deze vraag te beantwoorden. Blijkens kolommen (11) en (12) zou, gegeven de Amerikaanse geldpolitiek en de snelle reële depreciatie van de dollar tegenover de gulden, een monetair beleid gericht op stabilisatie van de guldenkoers met de dollar alhier gedurende de jaren zeventig tot een gemiddeld veel hogere inflatie en geldgroei hebben geleid dan feitelijk is opgetreden 16). Anderzijds blijkt uit de kolommen (13) en

15) Voor een nadere uitwerking van deze stelling, zie P. Korteweg, *Exchange rate policy, monetary policy, and real exchange rate variability*, te verschijnen in de loop van 1980 als Princeton Essays in International Finance, no. 140; en E. J. Bomhoff en P. Korteweg, *Exchange rate variability and monetary policy under rational expectations: some Euro-American experience 1973-1979*, Paper voor Konstanz Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy, juni 1980.

16) Hier wordt duidelijk dat de voortdurende en snelle appreciatie van de gulden tegenover de dollar niet zozeer is toe te schrijven aan een overmatige ruime Amerikaanse geldpolitiek, als wel aan een reële appreciatie en dus aan reële factoren, zoals de verdwijnende technologische kloof tussen Nederland (Europa) en de Verenigde Staten en het Nederlandse aardgas.

Tabel 2. Wisselkoersmutatie, inflatie, geldgroei en produktiegroei, procentuele groeivoeten op jaarbasis, periodegemiddelden over 1970-1979

Land/valuta	Appreciatievoet (-) / depreciatievoet (+) van valuta tegenover de				Inflatievoet (cpi)	Geldgroei (M1)	Produktiegroei (bbp)	Groeivoet reële geldvraag vanwege reële produktiegroei b)	Exces geldgroei-boven reële geldvraag-groei	Inflatie-geldgroei-verhouding	Inflatie consistent met vaste koers met dollar c)	Geldgroei consistent met vaste koers met dollar	Inflatie consistent met vaste koers met D-Mark c)	Geldgroei consistent met vaste koers met D-Mark
	dollar		D-Mark											
	markt-koers	reële koers a)	markt-koers	reële koers a)										
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9) = (6) - (8)	(10) = $\frac{(5)}{(9)}$	(11)	(12) = $\frac{(11)}{(10)}$ + (8)	(13)	(14) = $\frac{(13)}{(10)}$ + (8)
VS/dollar	-%	-%	8,1%	5,9%	7,1%	5,9%	2,9%	1,5%	4,4%	1,61	7,1%	5,9%	-1,0%	0,9%
Duitsland/D-Mark	-7,2	-5,0	-	-	(2,6)	(1,4)	(3,9)	3,5	6,3	0,78	12,1	19,0	4,9	9,8
Nederland/gulden	(5,2)	(6,0)	1,8	-0,8	(7,5)	(3,5)	(2,3)	4,3	6,5	1,15	13,1	15,7	5,7	9,3
	(5,2)	(5,0)	(2,5)	(2,7)	(2,4)	(5,9)	(2,2)							

Verklaring. In de kolommen (1) t/m (7) staan tussen haakjes de standaard deviaties vermeld; cpi - consumptieprijsindex; bhp - bruto binnenlands produkt; M1 - chartaal plus giraal geld. Veronderstelling: Voor de berekening van de internationale structuur van de geldgroeivoeten die consistent zijn geweest met wisselkoersstabiliteit t.o.v. de dollar (kolom (12)) resp. de D-mark (kolom (14)) is gebruik gemaakt van de gemiddelde inflatie-geldgroei-verhouding over de periode 1970-1979 (kolom (10)). Dat impliceert de veronderstelling dat de verhouding van  $\hat{v}$  t.o.v.  $(\hat{M} - \hat{\eta})$  zoals deze feitelijk bestond in de betreffende landen gedurende 1970-1979, ook zou hebben bestaan als die landen het met wisselkoersstabiliteit consistente monetaire beleid zoals beschreven in de kolommen (12) en (14) zouden hebben gevoerd. Hier is  $\hat{v}$  de groeivoet van de geldomloopsnelheid,  $\hat{M}$  de groeivoet van de geldhoeveelheid,  $\hat{y}$  de groeivoet van de productie en  $\hat{\eta}$  de groei-inkomenselasticiteit van de geldvraag.

a) De reële appreciatievoet (-) c.q. depreciatievoet (+) van de valuta van een land tegenover de dollar resp. de D-mark wordt berekend door van de procentuele mutatie van de markt-koers van de valuta van dat land tegenover de dollar resp. de D-mark af te trekken de inflatievoet van dat land en op te tellen de inflatievoet van de VS resp. Duitsland (zie kolom (5)).

b. De getallen in kolom (8) geven de waarde weer van  $\hat{\eta}$  waarbij  $\hat{y}$  de groeivoet van de productie is en  $\hat{v}$  de lange-termijn-reële inkomenselasticiteit van de vraag naar geld (M1). Voor  $\hat{y}$  zie kolom (7). De waarden van  $\hat{v}$  zijn: 0,50 voor de VS, 1,10 voor Duitsland en 1,20 voor Nederland. Bronnen: eigen schattingen: OECD *Demand for money in major OECD countries*, Economic Outlook Occasional Studies, januari 1979.

c) De inflatievoeten die consistent zijn met wisselkoersstabiliteit t.o.v. de dollar (kolom (11)) en de D-mark (kolom (13)) zijn berekend door van de Duitse resp. de Amerikaanse inflatievoet af te trekken de reële wisselkoersverandering van de valuta van het betreffende land tegenover de dollar resp. de D-mark. Bronnen: IMF, *International Financial Statistics*, augustus 1979-augustus 1980; OECD, *Quarterly National Account Bulletin*, 1980, nr. 2, en *Economic Outlook*, juli 1980.

(14) van tabel 2 dat, gegeven de Duitse geldpolitiek en de slechts geringe reële appreciatie van de gulden tegenover de D-Mark, een monetair beleid op stabilisatie van de guldenkoers met de D-Mark alhier tot een gemiddeld wat lagere inflatie en geldgroei zou hebben geleid dan feitelijk over de jaren zeventig het geval was.

Twee conclusies dringen zich n.a.v. het voorafgaande op. In de eerste plaats blijkt het voor wisselkoersstabiliteit vereiste binnenlandse monetaire beleid sterk afhankelijk van de keuze van het hegemonieerland en de hegemonievaluta waarmee men vaste wisselkoersen wil. In de tweede plaats betekent de keuze voor wisselkoersstabiliteit een keuze tegen prijsstabiliteit c.q. lage en stabiele inflatie wanneer het gekozen hegemonieerland een inflatoir monetair beleid voert, en/of verschuivende handelspatronen en technologische ontwikkelingen de eigen valuta voortdurend reëel doen appreciëren tegenover de hegemonievaluta.

### Prijsstabiliteit versus wisselkoersstabiliteit

De vraag is of het monetaire beleid zich moet richten op een stabiel prijspeil c.q. een lage en stabiele inflatievoet, of op stabiele wisselkoersen. Een aantal overwegingen pleit voor het verlenen van prioriteit aan prijsstabiliteit c.q. een lage en stabiele inflatievoet. In de eerste plaats zijn in de meeste landen meer contracten onderhevig aan de koopkrachtrisico's verbonden met prijsinstabiliteit dan aan de wisselkoersrisico's verbonden met (reële) wisselkoersinstabiliteit. Dat volgt uit het feit dat in de meeste landen (behalve de zeer kleine als Luxemburg en Monaco e.d.) de activa en passiva van personen en instellingen grotendeels luiden in de nationale valuta en voor een veel kleiner deel in buitenlandse valuta.

In de tweede plaats lijkt vooralsnog dekking tegen wisselkoersrisico veel ruimer en goedkoper voorhanden dan dekking tegen koopkrachtrisico.

In de derde plaats impliceert een monetair beleid gericht op vaste wisselkoersen dat de wisselkoers als aanpasser aan allerhande schokken en impulsen die op de economie inwerken, verloren gaat, waardoor andere economische variabelen zich des te meer moeten aanpassen, hetgeen tot versterkte conjuncturele schommelingen kan leiden. Stel b.v. dat wegens verschuivingen van de wereldvraag weg van Nederlandse producten, wegens achterblijvende produktiviteitsontwikkeling in onze exportindustrieën of wegens teruglopende aardgasbaten, de gulden ten opzichte van de valuta van onze handelspartners onder depreciatoire druk komt te staan, terwijl het monetaire beleid is gericht op het voorkomen van een dergelijke wisselkoersaanpassing. In dat geval zal de noodzakelijk geworden reële depreciatie van de gulden gerealiseerd worden doordat via de krap-geldpolitiek waartoe het handhaven van de wisselkoers dwingt, de inflatie in Nederland daalt t.o.v. die in het buitenland. Ingeval evenwel de inflatie zich traag aanpast aan de lagere geldgroei, zal gedurende de aanpassingstijd de reële waarde van de gulden op een te hoog niveau liggen. Een dergelijke overwaardering kost buitenlandse afzet, produktie en werkgelegenheid.

Gegeven een op wisselkoersstabiliteit gericht monetair beleid is bovendien de kans op overwaardering bij reële depreciatie van de valuta, en op onderwaardering bij reële appreciatie van de valuta, groter naarmate dergelijke reële wisselkoersmutaties onvoorspelbaar zijn. Dat is nu juist het geval. De oorzaken van reële wisselkoersveranderingen zijn talrijk en moeilijk te voorspellen, en hun kwantitatieve effecten zijn onzeker 17). Dat maakt het nagenoeg onmogelijk een monetair beleid te voeren dat *ex ante* — dit i.v.m. de vertraagde doorwerking van de geldgroei op de inflatie — consistent is met wisselkoersstabiliteit 18). Bij onvoorspelbare veranderingen van de reële wisselkoers impliceert een monetair beleid dat is gericht op wisselkoersstabiliteit, valutamarktinterventies die de geldgroei pas *ex post* beïnvloeden en, gezien de vertraagde doorwerking op de inflatie, tot tijdelijk onevenwichtige wisselkoersverhoudingen leiden.

Uit het hier gestelde volgt overigens dat een discrete devaluatie die de wisselkoers op zijn evenwichtspeil zou terugbrengen, metterdaad een reële depreciatie van de gulden zou betekenen die positieve reële effecten zou opleveren voor de economie. Elke devaluatie echter die de wisselkoers van zijn evenwichtspeil zou afbrengen, zou leiden tot verhoging van de produktiekosten die in een wereld zonder geldillusie volledig zou worden doorberekend in binnenlandse prijs- en loonstijgingen, waardoor de reële wisselkoers ongewijzigd zou blijven en de verhoopte positieve effecten op de economie achterwege zouden blijven. De cruciale vraag bij dit alles is natuurlijk wat het evenwichtspeil van de wisselkoers is en hoe groot een devaluatie moet zijn om de feitelijke wisselkoers op zijn evenwichtsniveau te brengen. Het antwoord op die vraag kunnen alleen flexibele wisselkoersen geven. Bij het bestaande gebrek aan kennis over de evenwichtswaarde van de guldenkoers t.o.v. de partnervaluta zijn pleidooien voor discrete devaluatie daarom in wezen pleidooien voor flexibele koersen.

De conclusie die uit de bovenstaande overwegingen omtrent de doeleinden van het monetaire beleid naar voren komt, luidt dan ook dat het monetaire beleid niet moet proberen wat het niet kan, te weten stabilisatie van de volumeconjunctuur, stimulering van groei en werkgelegenheid of stabilisatie van wisselkoersen. De doelstelling van het monetaire beleid dient in principe beperkt te zijn tot het bereiken en handhaven van een stabiel prijsniveau, c.q. een lage en stabiele inflatievoet. Een dergelijk monetair beleid, mits internationaal onderschreven en uitgevoerd — hetgeen een consensus over de hoogte van de gemeenschappelijk na te streven inflatievoet impliceert —, zou daarmee tevens een maximale bijdrage leveren aan het bevorderen van economische groei en wisselkoersstabiliteit.

### De praktijk

De praktijk van het monetaire beleid gedurende de periode 1970-1976 vertoont naast overeenkomst ook grote verschillen met die van de periode 1977-1979. In de jaren 1970-1976 vertoonde de betalingsbalans grote surplussen, vernietigde de overheid liquiditeiten, werd het z.g. „grote” monetaire beleid gevoerd in het kader van een z.g. indirect systeem van kredietbeheersing, dat was gebaseerd op kas- en liquiditeitsreservepercentages en openmarktoperaties, en was het monetaire beleid behalve op stabilisatie van de wisselkoers, eerst met de dollar en later met de slangvaluta, in de eerste plaats gericht op stabilisatie van de conjunctuur 19). In de jaren 1977-1979 daarentegen vertoonde de betalingsbalans forse tekorten, moest de overheid haar grote financieringstekorten deels monetair financieren, werd het „grote” monetaire beleid gevoerd in het kader van een z.g. direct systeem van kredietbeheersing gebaseerd op kredietplafonnering, en was het monetaire beleid, behalve op stabilisatie van de wisselkoers, eerst met de slangvaluta en later met de EMS-valuta, in de eerste plaats gericht op het terugdringen van de inflatie.

De grote betalingsbalansoverschotten in de periode 1970-1976 waren vooral het gevolg van de exploitatie van onze aardgasbronnen die de gulden tot een voortdurende reële appreciatie dwong. De betalingsbalanstekorten in de periode 1977-1979 waren mede het gevolg van het feit dat ons

17) Zie daarvoor E.J. Bomhoff en P. Korteweg, op. cit.

18) D.w.z. gericht op zodanige inflatieverschillen met het buitenland dat de reële wisselkoersmutaties precies worden gecompenseerd:  $\hat{p} - \hat{p}^* = -\hat{e}$ .

19) Het systeem van indirecte kredietbeheersing werd in 1973 ingevoerd als opvolger van het in 1972 opgeschorte systeem van directe kredietrestrictie. Onder het „grote” monetaire beleid, waarop we later terugkomen, wordt verstaan de regulering van de liquiditeitsmassa c.q. de liquiditeitsquote met het oog op beheersing van de conjunctuur en/of de inflatie.

exportpakket slechter in de wereldmarkt kwam te liggen en aan de groei van het volume van onze aardgasproductie een einde kwam, hetgeen de gulden meer in de richting van *reële* depreciatie, c.q. minder snelle *reële* appreciatie lijkt te dwingen. Daarbij werden zowel de periode 1970-1976 als de periode 1977-1979 gekenmerkt door negatieve aanbodimpuls — zoals de scherpe olieprijsstijgingen van 1974 en 1979, en de door de snelle uitbouw van de verzorgingsstaat steeds slechter functionerende arbeidsmarkt en steeds verder dalende winstquote —, die de „natuurlijke” niveaus van onze economische groei en werkgelegenheid reduceerden.

Zoals gezegd heeft stabilisatie van het prijspeil in de praktijk van het monetaire beleid in Nederland gedurende de periode 1970-1976 nooit de eerste prioriteit gehad. Het beeld dat uit de jaarverslagen van DNB over deze jaren naar voren komt, is veeleer dat van een wisselende voorrang die verleend wordt aan beheersing van de conjunctuur en de wisselkoersen. Dat verklaart goeddeels de veel te ruime — want inflatoire — groei van de door de Bank als indicator van het monetaire beleid geprefereerde liquiditeitsmassa (M2) zoals die in de kolommen (3) en (4) van tabel 3 tot uiting komt. Blijkens de kolommen (7) en (9) van tabel 3 weerspiegelde de snelle groei van de liquiditeitsmassa met name de forse overschotten op de betalingsbalans van de niet-monetaire sectoren van onze economie met het buitenland en de omvangrijke geldcreatie wegens kredietverlening door het bankwezen.

Deze twee bronnen staan niet los van elkaar. Betalingsbalansoverschotten van de niet-monetaire sectoren leiden tot deviezenafrachten in ruil voor rekening-couranttegoeden of termijndeposito's bij het bankwezen, en vergroten daarmee in dezelfde mate de liquiditeitsmassa. Vergroten de banken met de afgedragen deviezen hun netto buitenlands actief, dan verkraapt de liquiditeitspositie van het bankwezen waardoor de geldcreatie door binnenlandse kredietverlening van de banken wordt afgeremd (20). Dragen de banken echter op hun beurt de ontvangen deviezen weer af aan DNB, en meent deze ze wegens stabilisatie van de wisselkoers te moeten kopen, dan verruimt daardoor de liquiditeitspositie van het bankwezen op basis waarvan de binnenlandse kredietverlening kan worden vergroot, hetgeen extra geldcreatie betekent. Of de banken de aan hun afgedragen deviezen aanhouden, c.q. omzetten in rentegevende buitenlandse activa, dan wel afdragen aan DNB, hangt behalve van de verwachte ontwikkeling van de wisselkoers af van het verloop van de buitenlandse geldmarktrente t.o.v. de binnenlandse geldmarktrente.

Met behulp van haar z.g. „kleine” monetaire beleid heeft de

Bank voortdurend getracht de lokale geldmarkttarieven relatief laag te houden t.o.v. de buitenlandse geldmarkttarieven met de bedoeling repatriëring van het buitenlands actief of uitbreiding van het buitenlands passief van de banken, en daarmee een ruime geldmarkt, te voorkomen (21). Blijkens de kolommen (7) en (8) van tabel 4 is het wel gelukt de binnenlandse geldmarktrentes beneden de Eurodollarrente te houden. Blijkens de kolommen (5) en (6) van tabel 3 is de Bank er — met uitzondering van de jaren 1971 en 1975 — niettemin niet in geslaagd de betalingsbalansoverschotten te doen neerslaan in het netto buitenlands actief van het bankwezen. In plaats daarvan zijn ze goeddeels terechtgekomen in de deviezenpositie van DNB, waarmee ze tot een overwegend ruime geldmarkt hebben geleid en dus de liquiditeitscreatie door het bankwezen hebben bevorderd.

Ondersteuning van de wisselkoers, eerst tegenover de dollar en later met name tegenover de D-Mark, heeft er dus toe geleid dat de met ons aardgas samenhangende grote betalingsbalansoverschotten in de periode 1970-1976 zowel direct als indirect — via de kredietverlening van het bankwezen — tot omvangrijke liquiditeitscreatie heeft geleid waardoor de groei van de liquiditeitsmassa de trendmatige productiegroei verre overtrof. Blijkens kolom (1) van tabel 4 werd hiermede een oplopende inflatie gefinancierd die in 1975 een recordhoogte van ruim 11% bereikte. Zowel de snelle groei van de liquiditeitsmassa als de oplopende inflatie vormden een toenemende bron van zorg voor de Bank. Toch werd elk jaar weer besloten het z.g. „grote” monetaire beleid *niet* in te zetten om de groei van de liquiditeitsmassa en de inflatie af te remmen en te reduceren en wel om conjuncturele redenen (22).

20) Tegenover de toegenomen depositoverplichtingen moeten de banken uit voorschrift of voorzorg grotere liquiditeitsreserves aanhouden. Zonder een toename van het aanbod van dergelijke reserves en zonder de aanwezigheid van nog vrije reserves bij het bankwezen, dient het bankwezen haar binnenlandse kredietverlening in te krimpen als ze haar buitenlandse kredietverlening wil uitbreiden. Zie de discussie op dit punt tussen dr. J. Zijlstra en ondergetekende in *De Economist*, jg. 128, nr. 2, 1980, blz. 245-250.

21) Onder het „kleine” monetaire beleid, waarop we later terugkomen, wordt verstaan de regulering van het netto buitenlands actief van de banken met het oog op de beheersing van de wisselkoers.

22) Tot in 1972 bestond het „grote” monetaire beleid met name uit plafonnering van het korte en lange bedrijf der banken. Van 1972 t/m 1976 was het met name gebaseerd op kas- en liquiditeitsreserveregelingen, officiële tarieven en contingentering van het beroep op DNB. Sinds 1977 bestaat het met name uit plafonnering van het netto geldscheppend bedrijf der banken.

Tabel 3. Liquiditeitscreatie en valutamarktinterventie, 1970-1979

Jaar	Mutatie van de geldhoeveelheid (M1) in de loop van het jaar		Mutatie van de liquiditeitsmassa (M2) in de loop van het jaar		Liquiditeitscreatie (+) via					Saldo valutamarktinterventies in		Saldo guldeninterventies door (V)Sen) Slang/EMS partners
					Buitenland mutatie netto buitenlands actief			Overheid	Geldscheppende instellingen	Slang/EMS-valuta	waarvan D-marken	
					DNB	overige geldsch. instellingen	totaal					
								in mrd. gld.	in procenten	in mrd. gld.	in procenten	
(1)	(2)	(3) = (7) t/m (9)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	
1970.....	2,7	11,7	3,8	11,0	2,2	-0,5	1,7	0,6	1,5	0,0	0,0	0,0
1971.....	3,7	15,0	3,1	9,0	0,6	2,1	2,7	-0,4	0,8	0,4	0,0	0,0
1972.....	5,3	17,7	4,9	11,9	2,7	0,5	3,2	-3,4	5,1	0,1	-0,1	0,0
1973.....	0,0	0,0	10,3	21,9	2,2	0,2	2,4	-1,4	9,3	-3,5	-2,4	0,0
1974.....	4,3	12,2	11,5	20,0	2,9	0,4	3,3	-1,1	9,3	3,0	1,4	-0,9
1975.....	7,8	19,7	3,9	5,7	0,7	3,2	3,9	2,2	-2,2	1,0	0,2	-0,3
1976.....	3,2	6,8	16,5	22,7	0,7	-0,1	0,6	2,7	13,2	0,6	-0,2	0,3
1977.....	7,3	14,5	3,3	3,6	0,7	-1,7	-1,0	1,5	2,8	0,7	0,7	-0,4
1978.....	2,7	4,7	3,9	4,2	-2,4	-2,0	-4,4	3,4	4,9	-2,3	-2,2	0,1
1979.....	1,7	2,8	7,0	7,6	-1,2	-2,6	-3,8	5,0	5,8	-0,1	-0,1	0,0
Gemiddelde 1970-1976	3,8	11,9	7,7	14,6	1,7	0,8	2,5	-0,1	5,3	0,2	-0,2	-0,1
1977-1979	3,9	7,3	4,7	5,1	-1,0	-2,1	-3,1	3,3	4,5	-0,6	-0,5	-0,1

Toelichting: Voor definitie zie tabel 1. De kolommen (1)-(4) zijn berekend uit jaarultimocijfers. De bronnen van kolommen (1) t/m (9) zijn te vinden in het jaarverslag van DNB over het jaar 1979, de tabellen 3 en 4.1. Kolom (5) geeft de mutaties weer van de goud- en deviezenpositie van DNB (en het rijk), voor zover voortvloeiend uit aan- of verkopen en swaps. De kolommen (10) t/m (12) berusten op interne gegevens van DNB. Kolom (7) komt overeen met het nationale liquiditeitsoverschot.

Tabel 4. Doelinden en indicatoren van het monetaire beleid, 1970-1979, in percentages gebaseerd op de jaargemiddelden van de onderliggende variabelen.

Jaar	Groeivoeten van			Werkloosheidsvoet in procenten van de afh. beroepsbevolking	Procentuele mutatie guldenkoers t.o.v.		Euro-dollar-rente	Kasgeld-rente	Promesse-disconto DNB	Kapitaalmarkt-rente	Geldquote (jaargemiddelde)	Liquiditeitsquote (jaargemiddelde)
	prijsspeil van het bruto nationaal produkt	volume van het bruto nationaal produkt	volume van de bruto bedrijfsinvesteringen in vaste activa		dollar	D-Mark						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
1970.....	5,4	6,6	11,3	1,4	0,0	7,7	8,6	8,0	7,0	8,2	23,6	35,6
1971.....	8,3	4,3	3,0	1,7	-3,3	1,4	6,6	5,3	5,5	7,4	24,5	34,1
1972.....	8,9	4,1	-1,1	2,8	-8,3	0,0	5,5	3,0	4,5	6,9	25,3	33,3
1973.....	8,1	6,3	7,7	2,9	-13,1	3,9	9,4	6,9	9,0	7,8	23,8	34,8
1974.....	8,5	4,3	-4,4	3,5	-3,6	-0,6	11,4	10,3	8,0	9,7	22,2	38,3
1975.....	11,5	-2,2	-7,5	4,9	-5,9	-1,1	7,1	5,3	5,5	8,5	23,7	37,7
1976.....	8,8	5,7	-3,6	5,3	4,3	1,9	5,6	6,9	7,0	8,7	22,9	38,4
1977.....	6,5	2,8	17,4	5,2	-7,2	0,8	6,1	4,6	5,5	8,0	24,0	39,3
1978.....	5,3	2,1	4,3	5,2	-11,8	1,8	8,8	6,5	7,5	7,6	23,7	37,7
1979.....	4,0	2,0	0,0	5,3	-6,9	2,1	12,0	9,5	11,0	8,6	22,5	36,8
Gemiddelde 1970-1976	8,5	4,8	0,8	3,2	-4,3	1,9	7,7	6,5	6,6	8,2	23,7	36,0
1977-1979	5,3	2,3	7,2	5,2	-8,6	1,6	9,0	6,9	8,0	8,1	23,4	37,9

Toelichting: Voor definities, zie tabel 1.

Bronnen: DNB, IFS, Centraal Planbureau (kolommen 1-4)

Blijkens de kolommen (2) t/m (4) van tabel 4 stagneerde in de jaren 1970-1976 de economische groei en de investeringsactiviteit vergeleken met de jaren zestig, terwijl de werkloosheid hoog opliep. Volgens het jaarverslag van de Bank over 1972 (blz. 135) „... besloot de Bank in juli, gezien de conjuncturele situatie, tot algehele beëindiging van de kredietrestrictie”. In het jaarverslag van de Bank over 1973 (blz. 75) wordt gesteld: „Gelet op de ontwikkeling van de investeringsactiviteit van het bedrijfsleven en het beloop van de werkloosheid heeft de Bank, ondanks de sterke uitbreiding van het korte en (middel)lange bankkrediet aan de private sector en de reeds opgetreden stijging van nationale liquiditeitsquote, het niet wenselijk geacht een werkelijk restrictieve kredietpolitiek te voeren”. In het jaarverslag van de Bank over 1974 blz. 75 wordt gesteld: „De monetaire autoriteiten hebben in 1974 niet gestreefd naar een verkrapping van de eind 1973 vrij ruime liquiditeitspositie van de economie doch het beleid gericht op het voorkomen van een verdere verruiming. Reden hiervoor was de vrees dat monetaire verkrapping in de gegeven economische situatie vooral tot een (verdere) verzwakking van de volume conjunctuur, met de daaraan verbonden stijging van de werkloosheid zou leiden”. In het jaarverslag van de Bank over 1975 (blz. 78) wordt verklaard: „Bij de optredende teruggang van de economische bedrijvigheid kwam een restrictieve toepassing van het indirecte systeem van kredietbeheersing niet in aanmerking”. En in het jaarverslag van de Bank over 1976 (blz. 20) ten slotte wordt vermeld: „De Bank beschouwt de monetaire ontwikkeling in 1976 als onbevredigend. Zij heeft een- en andermaal in de loop van het verslagjaar overwogen of niet tot effectieve kredietrestrictie zou moeten worden overgegaan. Zij heeft daarvan afgezien vanwege de nog steeds zorgelijke economische toestand met name met betrekking tot productie en werkgelegenheid”.

Aldus verleende het „grote” en „kleine” monetaire beleid gedurende de periode 1970-1976 voortdurend voorrang aan ondersteuning van de conjunctuur en stabilisatie van de wisselkoers ten koste van zeer hoge geldgroei en inflatie, zonder dat daarmee de — door reële factoren bepaalde — stagnatie van onze economie en de instabiliteit van onze wisselkoers ook werkelijk kon worden voorkomen of geredresseerd.

Gedurende de periode 1970-1976 kwam overigens niet alleen de verdediging van de conjunctuur en van de vaste koers met dollar en D-Mark haaks te staan op een trendmatig monetair beleid gericht op prijsstabiliteit. De verdediging van de conjunctuur kwam eveneens in strijd met een monetair beleid dat is gericht op wisselkoersstabiliteit. Dat was het geval in de tweede helft van 1973, in de eerste helft van 1974 en in 1976 toen blijkens kolom (6) van tabel 4 en kolom (11) van

tabel 3 de gulden wegens de oliecrisis en het restrictieve monetaire beleid in Duitsland onder sterke druk kwam te staan t.o.v. de D-Mark. Het vigerende slangarrangement verplichtte DNB ertoe de guldenkoers te handhaven door middel van D-Mark-verkopen. Zulke verkopen werken — mits sterilisatie achterwege blijft — liquiditeitsverkrappend. Blijkens kolom (8) van tabel 4 liepen in die jaren de geldmarktrentes dan ook fors op. Maar de Bank trachtte te grote rentestijgingen te voorkomen in verband met de stand van de conjunctuur en hield haar tarieven blijkens kolom (9) van tabel 4 beneden die op de geldmarkt 23). Door de hoge geldmarktrentes werden rekening-couranttegoeden en spaargelden omgezet in termijndeposito's. Bovendien raakte door de usantiële binding tussen de debetrente van de banken via een vaste opslag met het promessedisconto van DNB de rente op bankkrediet ver beneden de geldmarktrente, waardoor het voor het publiek zeer voordelig werd bankkrediet op te nemen ter financiering van termijndeposito's 24). Door beide ontwikkelingen versnelde zowel in 1973-1974 als in 1976 de groei van de ruime liquiditeitsmassa (M2) en vertraagde de groei van de enge geldhoeveelheid (M1), waardoor beide indicatoren van het monetaire beleid zich tijdelijk tegen elkaar in bewogen.

De monetaire ontwikkelingen in 1976 deden echter voor de Bank de deur dicht. Toen bleek dat de liquiditeitsmassa van ultimo 1975 op ultimo 1976 met bijna 23% was gestegen vond DNB het welletjes en werden onderhandelingen met het bankwezen geopend over een nieuwe vorm van directe kredietrestrictie. Het doel van inflatiebestrijding krijgt voorrang boven conjunctuurbeheersing.

In het in april 1977 gepresenteerde jaarverslag van DNB over 1976 merkt dr. Zijlstra in zijn Algemeen Overzicht (blz. 20) op: „De eerste gevolgtrekking die kan en moet worden gemaakt is dat het monetaire beleid thans hoogstwaarschijnlijk een restrictief karakter niet langer zal kunnen ontberen. . . De liquiditeitsvoorziening is thans zo ruim geworden, dat zij bij handhaving tot een zelfstandige bron van inflatie zou kunnen worden. . . Het terugbrengen van de liquiditeitsquote dient een tweeledig doel. In de eerste plaats zal op deze wijze geleidelijk de overliquiditeit uit het economische systeem kunnen verdwijnen. In de tweede plaats kan daarmee tevens worden teruggekeerd tot de normale regel voor de

23) Het hieruit voortvloeiende beroep van het bankwezen op de kredietfaciliteiten van DNB werd ingedamd door instelling van contingenten.

24) Dit noopte de banken in 1974 de usantie van een vaste opslag te doorbreken en op een variabele opslag over te gaan.

groei van de geldhoeveelheid, namelijk afstemming op de trendmatige groei van het reële nationale inkomen; een doelstelling die steeds ten grondslag heeft gelegen aan het beleid van de Bank en waarvan slechts ten gevolge van de ongunst der tijden moest worden afgeweken". Behalve dat op geleidelijkheid wordt aangedrongen bij de reductie van liquiditeitsgroei en liquiditeitsquote wordt over de eventuele recessieve gevolgen van het voorgestelde monetaristisch-restrictieve monetaire beleid niet verder gerept.

In de loop van 1977 werd een plafond gesteld aan de groei van het netto geldscheppend bedrijf van de gezamenlijke geldscheppende instellingen (exclusief DNB) van ongeveer 12,5%, terwijl later voor 1978 een plafond van 8%, voor 1979 van 9% en voor 1980 van 8% werd vastgesteld (25). Ondertussen begon, zo blijkt uit kolom (7) van tabel 3, de betalingsbalans van de niet-monetaire sectoren met het buitenland een steeds groter tekort te vertonen, aanvankelijk alleen door netto kapitaalexport maar later ook door oplopende tekorten op de lopende rekening. In combinatie met het restrictieve „grote” monetaire beleid van de Bank resulteerde daaruit blijkens de kolommen (2) en (4) van tabel 3 een zeer scherpe teruggang van de groei van zowel de enge (M1) als de ruime (M2) geldhoeveelheid. Het gevolg was dat ook de inflatie fors terugliep. Overigens was de scherpe teruggang van de geldgroei, hoe ook gemeten, mede het gevolg van de gevoerde wisselkoerspolitiek. In 1978 en 1979 stond de gulden onder voortdurende druk tegenover de D-Mark. Het slangarrangement, en later het nieuwe EMS, noopten de Bank blijkens kolom (11) van tabel 3 tot omvangrijke liquiditeitsverkrappende koersondersteunende D-Mark-verkopen, terwijl het „kleine” monetaire beleid door middel van hoge geldmarktrentes trachtte de koersdruk te voorkomen door het betalingsbalanstekort ten koste van het netto buitenlands actief van het bankwezen te laten gaan. Niettemin werd de druk op de gulden zo groot dat zowel in 1978 als in 1979 een devaluatie ten opzichte van de D-Mark moest worden doorgevoerd.

Aldus verleende het „grote” en „kleine” monetaire beleid gedurende de periode 1977-1979 voorrang aan het terugdringen van de inflatie en aan wisselkoersstabiliteit, zonder daarbij de totstandkoming van een trendmatig begrotings- en loonbeleid nog verder af te wachten. Deze voorrang blijkt nog eens duidelijk uit het jaarverslag van DNB over 1979, waar wordt gesteld (blz. 68): „Met het oog op de... voorspelde verscherping van de inflatoire tendenties... heeft de Bank een voortzetting van het kredietrestrictiebeleid in 1980 noodzakelijk geacht...”. En verder (blz. 69): „De Bank heeft haar beleid in 1979 mede in belangrijke mate gericht op handhaving van een voldoende sterke positie van de gulden op de internationale valutamarkt, zulks met het oog op een zo groot mogelijke stabilisatie van het binnenlandse prijspeil”. Van deze overgang naar een meer monetaristisch geïntendeerd trendmatig monetaire beleid mocht worden verwacht wat het heeft opgeleverd, nl. een reductie van de inflatie. Daarbij valt te bedenken dat de — door reële factoren bepaalde — stagnatie van onze economie en instabiliteit van de guldenkoers door geen enkele vorm van monetaire beleid zou kunnen zijn voorkomen.

### Monetaire beleid en stagnatie

Overigens kan de vraag worden gesteld of de overgang naar een meer trendmatig monetaire beleid bij het achterwege blijven van een flankerend trendmatig begrotings- en loonbeleid niet heeft geleid tot een overgewaardeerde gulden en een te hoge reële rente, en zomede tot een verscherping van de stagnatie.

Zoals reeds eerder betoogd kan een monetaire beleid dat is gericht op stabilisatie van de guldenkoers terwijl reële factoren — zoals afnemende groei van de aardgasproductie, verschuiving van de internationale vraag weg van het Nederlandse exportpakket e.d. — tot een reële depreciatie van de gulden nopen, tot een tijdelijk overgewaardeerde valuta leiden. Reële

depreciatie bij behoud van een stabiele wisselkoers vereist een verlaging van het eigen inflatieniveau relatief t.o.v. dat in het buitenland, en dus een restrictieve geldpolitiek. De vertraagde doorwerking van zo'n politiek op het inflatiepeil zou in zo'n geval tot een tijdelijk te dure gulden leiden en daarmee tot de mogelijkheid van export- en productieverlies. De vraag of we sedert de overgang in 1977 naar een monetaristisch monetaire beleid inderdaad te maken hebben met een overgewaardeerde gulden, is moeilijk te beantwoorden. Te oordelen naar de blijkens regel (14) van tabel 1 nagenoeg stabiele reële koersverhouding tussen gulden en D-Mark van de laatste jaren lijkt het antwoord ontkennend te moeten zijn (26). Het juiste antwoord kan echter alleen de valutamarkt geven bij een regime van zwevende wisselkoersen.

Een andere vraag is of de overgang in 1977 naar een meer trendmatig monetaire beleid heeft bijgedragen tot de blijkens regel (16) van tabel 1 vrij hoge reële rente in Nederland. Het antwoord op deze vraag kan bij de huidige stand van onze kennis omtrent de determinanten van de reële rente slechts voorlopig en enigszins speculatief zijn (27). De overgang naar een meer trendmatig monetaire beleid had de bedoeling de groei van de geldhoeveelheid weer in overeenstemming te brengen met de teruglopende groeicapaciteit van onze economie. Achter deze teruglopende groeicapaciteit staat een teruglopende groeivoet van onze kapitaalgoederenvoorraad welke ontwikkeling wordt veroorzaakt door reeds eerder genoemde reële factoren zoals de olieprijsstijgingen, de grote financieringstekorten, de uitbouw van de verzorgingsstaat, het verslechterende exportassortiment, een falend loonbeleid, een slechter werkende arbeidsmarkt e.d. Al deze factoren leiden tot een uitstoot van onrendabel geworden kapitaalgoederen en daarmee tot een stijging van de reële rente (ofte wel het marginaal fysiek produkt) op het resterende kapitaal. Een dergelijke — door reële factoren bepaalde — stijging van de reële rente kan een ruim monetaire beleid hoogstens versluieren, maar niet voorkomen. De overgang naar een meer trendmatig monetaire beleid is gebaseerd op dit inzicht en kan worden gezien als een poging de reële renteverhoudingen zichtbaar te maken door stabilisatie van de schaarsteverhouding tussen de geldhoeveelheid en de kapitaalgoederenvoorraad, en daarmee van het absolute prijspeil van de kapitaalgoederenvoorraad en de ermee geproduceerde stroom goederen en diensten.

Zolang evenwel van overheidswege een trendmatig begrotingsbeleid achterwege blijft, het financieringstekort ver boven de daarvoor geldende structurele norm ligt en de groei van de staatsschuld niet, zoals de groei van de geldhoeveelheid, in overeenstemming wordt gebracht met de trendmatige productiegroei, wijzigt zich de schaarsteverhouding tussen geldhoeveelheid en staatsschuld. Geld wordt schaarser t.o.v.

25) Ruwweg gezegd bestaat het netto geldscheppend bedrijf van de banken uit de som van de korte kredietverlening aan de particuliere sector, kapitaalmarktuitzettingen (effecten, onderhandse leningen, hypothecaire leningen e.d.), onroerend goed in eigen gebruik vermindert met de lange passiva (lange deposito's, spaarbewijzen, eigenlijk spaargeld, obligatieleningen, kapitaal en reserves).

26) Wanneer we de effectieve koers van de gulden tegenover een mandje met de valuta van onze 15 belangrijkste handelspartners vergelijken met de groothandelsprijzen van onze industrieproducten tegenover een zelfde mandje van de betreffende groothandelsprijzen van onze 15 handelspartners, blijkt eveneens dat de z.g. reële effectieve wisselkoers zowel in 1979 als gedurende de eerste helft van 1980 op hetzelfde peil ligt als in 1973. Zie daarvoor het door Morgan Guaranty Trust Company uitgegeven *World Financial Markets*, augustus 1980, blz. 8. Voor een aantal andere symptomen die op een overgewaardeerde valuta kunnen wijzen (een dalende verhouding tussen exportprijzen en nominale lonen en een dalende verhouding tussen groothandelsprijzen en dienstenprijzen) zij verwezen naar P. De Grauwe, *Symptoms of an overvalued currency. The case of the Belgian Franc*, International Economic Research Paper 26, KU Leuven, mei 1980.

27) Zie in dit verband J.A. Carlson, Expected inflation and interest rates, *Economic Inquiry*, oktober 1979.



staatsschuld 28). De nominale rente op staatsschuld stijgt relatief t.o.v. de (verwachte) inflatie met als gevolg dat ook de Fisheriaans gedefinieerde reële rente stijgt 29). Doordat op korte termijn evenwel de vermogensbestanddelen staatsschuld en fysiek kapitaal imperfecte substituten voor elkaar zijn, kan de stijging van de Fisheriaans gedefinieerde rente tijdelijk groter zijn dan die van het marginaal fysiek produkt van kapitaal 30). Dit verschijnsel kan dan het gezamenlijk effect worden genoemd van de overgang naar een trendmatig monetair beleid en het achterwege blijven van een trendmatig begrotingsbeleid.

Men moet echter wel bedenken dat het achterwege laten van een trendmatig monetair beleid voortzetting zou hebben betekend van de hoge inflatie uit de jaren 1970-1976. De daarmee gepaard gaande grotere onzekerheid over het verloop van de individuele prijzen van produkten en produktiefactoren zou tot een nog grotere aantasting van de kapitaalvorming en de groeicapaciteit van onze economie hebben geleid dan al heeft plaatsgevonden, en daarmee tot een blijvend hogere reële rente op kapitaal. Tegenover een blijvend hogere reële rente ten gevolge van hoge inflatie staat dus

een tijdelijk hogere reële rente ten gevolge van inflatiebestrijding 31).

**P. Korteweg**

---

28) Zulks blijkt uit het verloop van de liquiditeitsquote en de staatsschuldquote. Blijkens het jaarverslag van DNB over 1979 daalt de liquiditeitsquote sinds 1976 (tabel 3.1, kolom 11), terwijl de staatsschuldquote na jaren van daling weer oploopt (tabel 5.4, regels 11 en 14).

29) De Fisheriaanse reële rente is gedefinieerd als de nominale rente minus de (verwachte) inflatievoet.

30) Door de ontstane discrepantie volgt op langere termijn vervanging van kapitaal door staatsschuld waardoor het reële rendement op kapitaal stijgt en dat op staatsschuld daalt totdat ze aan elkaar gelijk zijn.

31) De verklaring die Rijnvos, op. cit., voor de hoge reële rente geeft, nl. dat deze veroorzaakt wordt door de op instandhouding van een overgewaardeerde gulden neerkomende politiek van wisselkoersstabilisatie lijkt in dit verband behalve speculatief ook onjuist. De binnenlandse rente kan t.o.v. de buitenlandse rente lager zijn naarmate het vertrouwen in de gulden i.v.m. appreciatieverwachtingen groter is. De overgang naar een trendmatig monetair beleid wakkert een dergelijke verwachting juist aan en bevordert daarmee een rentedaling.