

# Monetair beleid in Nederland (II)

## Instrumenten en indicatoren

PROF. DR. P. KORTEWEG\*

**Vorige week werden in deel I van dit artikel de doeleinden en dilemma's van het monetaire beleid in Nederland besproken. Nu komen de beleidsinstrumenten aan de orde die De Nederlandsche Bank ten dienste staan. In dit verband wordt ingegaan op de tegenstellingen, die kunnen bestaan tussen het „grote” monetaire beleid (gericht op beheersing van de geldhoeveelheid) en het „kleine” monetaire beleid (gericht op wisselkoersstabiliteit). Voorts worden de voor- en nadelen van een systeem van indirecte kredietrestrictie geplaatst tegenover die van directe kredietrestrictie. Aandacht wordt ook besteed aan maatstaven voor het monetaire beleid. De auteur wijst het gebruik van de liquiditeitsquote als indicator voor de monetaire politiek af.**

### Instrumenten van het monetair beleid

#### *Het „grote” monetaire beleid*

In deel I is het onderscheid tussen het „grote” en het „kleine” monetaire beleid reeds naar voren gekomen. Onder het „grote” of algemene monetaire beleid wordt verstaan het beleid ter regulering van de geldhoeveelheid (liquiditeitsmassa) met als voornaamste oogmerk stabilisatie van het prijspeil en de conjunctuur. Als grondregel geldt daarbij dat het stijgingstempo van de geldhoeveelheid, hoe ook gedefinieerd, dient te worden afgestemd op de toeneming van de vraag naar geld uit hoofde van de trendmatige groei van de reële produktie 1). Dit „grote” monetaire beleid is in Nederland deels gevoerd binnen een systeem van indirecte kredietrestrictie (1954–1963 en 1973–1976) en deels binnen een systeem van directe kredietrestrictie (1961–1972 en 1977–heden).

In een systeem van indirecte kredietrestrictie wordt door middel van open-markttransacties en kas- en liquiditeitsreservevoorschriften getracht de marge tussen feitelijke en verplichte kas- en liquiditeitsreserves (de z.g. vrije liquiditeitsmarge) te verkrappen of te verruimen, en daarmee de kredietverlening en de geldcreatie van de gezamenlijke geldscheppende instellingen. Daarnaast wordt het beroep van het bankwezen op de kredietfaciliteiten van de Bank (voorschotten, disconteringen en beleningen) gereguleerd door de discontopolitiek en/of contingentering van het beroep. In de z.g. zware fase van de indirecte kredietrestrictie zullen de kas- en liquiditeitsreserveverplichtingen zodanig worden vastgesteld dat de vrije marge tussen feitelijke en verplichte kas- en liquiditeitsreserves nihil of negatief wordt, zodat de collectiviteit van de kredietinstellingen de benodigde aanvullende kas- en liquiditeitsreserves slechts ten koste van een beroep op de Bank kan krijgen 2).

In een systeem van rechtstreekse kredietrestrictie wordt door middel van kwantitatieve restrictie van het korte en/of lange bedrijf van het bankwezen getracht de kredietverlening en daarmee de geldcreatie van het bankwezen in de hand te houden. Sinds 1977 geldt in dit verband een regeling van het z.g. netto geldscheppende bedrijf van de algemene banken, de landbouwkredietinstellingen en de gelddiensten van de PTT. Daarbij wordt de groei van het totaal van het korte krediet aan de particuliere sector en de (middel)lange uitzettingen van

deze instellingen, voor zover niet gefinancierd met kapitaalmarkt middelen zoals lange deposito's, eigenlijk spaargeld, spaarbewijzen, achtergestelde, onderhandse en obligatieleeningen, kapitaal en reserves (de z.g. doorgeefbare passiva) gebonden aan een maximum (de z.g. norm) t.o.v. een basisperiode 3). Wordt deze norm door de gezamenlijke kredietinstellingen overschreden, dan moeten de individuele overschrijders van de norm een renteloos deposito aanhouden bij DNB ter grootte van 50% van de overschrijding. Voorts wordt verwacht dat ze hun overschrijding ongedaan maken.

#### *Het „kleine” monetaire beleid*

Onder het „kleine” monetaire beleid wordt verstaan het beleid dat door middel van beïnvloeding van de rente op de geldmarkt tracht het betalingsbalanssaldo van de niet-monetaire sectoren met het buitenland (het z.g. monetaire betalingsbalanssaldo) binnen zekere grenzen te houden, dan wel dit saldo te doen neerslaan in het netto buitenlands actief van het bankwezen, met als doel de wisselkoers te stabiliseren 4).

1) Zie voor dit algemeen aanvaarde principe het jaarverslag van DNB over 1976, blz. 20 en M.W. Holtrop, *Over de doeltreffendheid van monetaire politiek: Nederlandse ervaringen 1954–1969*, Mededelingen der Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen, Nieuwe Reeks, deel 34, no. 4, blz. 162.

2) Voor een nadere beschrijving van het in de periode 1973–1976 gehanteerde indirecte systeem, zie DNB, *Kwartaalberichten*, 1973, nr. 2 en 1974, nr. 2.

3) Zie voor de huidige regeling DNB, *Verslag over het jaar 1977*, blz. 130 e.v., alsmede die over 1978 en 1979. De directe-kredietrestrictieregeling van 1961–1972 bevatte aparte plafonds voor de expansie van het korte krediet en voor dat van het lange bedrijf der banken. Zie DNB, *De instrumenten van de monetaire politiek in Nederland*, Amsterdam, februari 1973, blz. 41 e.v. Voor 1977 was de norm ongeveer 12,5%, voor 1978 8%, voor 1979 9% en voor 1980 8% van de toelaatbare stand van het regelingskrediet in het laatste kwartaal van het voorafgaande jaar.

4) Voor een beschrijving van het „kleine” monetaire beleid, 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. 19–24, en G.A. Kessler, *Monetair beleid, stagflatiebestrijding en het internationale aanpassingsproces*, in: *Internationale stagflatie bij vaste en flexibele wisselkoersen*, Preadviezen voor de Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Leiden, 1978, blz. 120 en 142.

Door ten tijde van betalingsbalansoverschotten de lokale geldmarktrente (binnenrente) relatief laag te houden t.o.v. de buitenlandse geldmarktrente (buitenrente) wordt gepoogd de kapitaalimport af te remmen, de kapitaalexport te bevorderen en het bankwezen te bewegen haar netto buitenlands actief uit te breiden. Het omgekeerde wordt beoogd door ten tijde van betalingsbalanstekorten de binnenrente relatief hoog te houden t.o.v. de buitenrente. Daartoe staan de Bank een aantal instrumenten ter beschikking in de vorm van haar officiële tarieven (wisseldisconto, promessedisconto en voorschotrente), contingentieringsregelingen voor het beroep op de kredietfaciliteiten van de Bank, speciale beleningen, openmarktoperaties in binnen- of buitenlands geldmarktmaterial, variabele verplichte kas- en liquiditeitsreserves, en valutatransacties in de contante markt en/of in de termijnmarkt (z.g. swaps) 5).

### Conflicten en complicaties

De dilemma's die kunnen ontstaan tussen de doeleinden van het monetaire beleid, en waarop reeds eerder is gewezen, vertalen zich vanzelfsprekend in conflicten tussen het „grote” en „kleine” monetaire beleid. Zo zijn in de jaren van grote betalingsbalansoverschotten (1970–1976) langdurig een ruime geldmarkt en lage geldmarkttarieven aanvaard om een verdere toestroming van liquiditeiten uit het buitenland en de daarmee gepaard gaande appreciatie van de gulden te voorkomen, met als gevolg een veel te ruime — want inflatoire — voorziening van de economie met liquiditeiten. En toen van eind 1973 tot midden 1974 en in 1976 de gulden niettegenstaande grote betalingsbalansoverschotten onder grote druk kwam ten opzichte van de D-Mark, vereiste de verdediging van de guldenkoers een „klein” monetair beleid, dat is gericht op een krappe geldmarkt en hoge geldmarkttarieven, terwijl het „grote” monetaire beleid wegens de zwakke conjunctuur een verkrapping van de liquiditeitsvoorziening van de economie wilde voorkomen. Het gevolg van dit conflict was dat de geldmarktrente boven de officiële tarieven van de Bank kwam te liggen, met als gevolg een zeer snelle — inflatoire — aanwas van de liquiditeitenmassa ondanks de krappe geldmarkt. Omgekeerd kwamen in 1977 de geldmarkttarieven tijdelijk onder de officiële tarieven te liggen toen, niettegenstaande een zich ontwikkelend betalingsbalanstekort, de gulden zeer sterk in de markt kwam te liggen. Om de guldenkoers te verdedigen zonder zelf grote deviezenaankopen te moeten doen, verruimde de Bank de geldmarkt via het „kleine” monetaire beleid zodanig dat de geldmarktrente daalde beneden het promessedisconto (zie kolommen (8) en (9) van tabel 4), terwijl ondertussen het „grote” monetaire beleid werd gericht op verkrapping van de liquiditeitspositie van de economie door middel van directe beheersing van de kredietverlening.

Een andere complicatie die zich kan voordoen is, dat het „kleine” monetaire beleid, gericht op het doen neerslaan van monetaire betalingsbalansoverschotten in een toeneming van het netto buitenlands actief van het bankwezen, kan leiden tot verlies aan effectiviteit van het „grote” monetaire beleid, vooral wanneer dit wordt gevoerd in het kader van een systeem van indirecte kredietrestrictie. Een eenmaal opgebouwd netto buitenlands actief kan nl. op initiatief van de banken worden gerepatriëerd c.q. geliquideerd en voor binnenlandse kredietverlening worden aangewend op een moment dat het „grote” monetaire beleid de geldgroei zou willen beperken door middel van afremming van de kredietverlening door het bankwezen. Een dergelijke situatie zou kunnen worden voorkomen wanneer de monetaire autoriteiten met de banken een regeling treffen waarbij de banken geen netto buitenlands actief zouden mogen aanhouden 6).

### Directe versus indirecte kredietrestrictie

Het systeem van indirecte kredietrestrictie werd in Neder-

land heringevoerd en gehanteerd ten tijde van grote overschotten op de betalingsbalans en een snelle groei van de liquiditeitenmassa (1973–1976). Uit conjuncturele overwegingen werd evenwel nooit de z.g. zware — restrictieve — fase van het systeem in werking gesteld. Daarmee is dit systeem van indirecte kredietrestrictie nooit werkelijk beproefd en valt een beoordeling van de effectiviteit ervan niet te geven. Toen dan ook de Bank in 1977 overging op bestrijding van de inflatie door middel van beheersing van het groeitempo van de liquiditeitenmassa, en daartoe besloot over te gaan van het vigerende systeem van indirecte kredietrestrictie op een nieuw systeem van directe — kwantitatieve — kredietrestrictie, kon de reden van deze overgang onmogelijk gelegen zijn in een gebrek aan effectiviteit van het indirecte systeem. De werkelijke reden wordt gegeven in het jaarverslag van DNB over 1977 (blz. 130): „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 liquiditeitstoevoer uit het buitenland zou stimuleren”. De Bank vreesde m.a.w. van een via geldmarktverkrapping werkende zware fase van de indirecte kredietrestrictieregeling een opwaartse druk van de geldmarktrente en een duurder wordende gulden. Door een directe kwantitatieve restrictie van het kredietaanbod van het bankwezen hoopte de Bank kennelijk een krappe geldmarkt te ontgaan en aldus de rente en de wisselkoers te ontzien.

Bij de beoordeling van de vraag of de Bank er goed aan heeft gedaan ter beheersing van de groei van de liquiditeitenmassa over te gaan van een systeem van met kas- en liquiditeitsreserves werkende kredietrestrictie op een systeem van kwantitatieve limitering van de aangroei van het netto geldscheppend bedrijf van het bankwezen spelen een aantal overwegingen een rol.

Ten eerste mag uit de relatief snelle groei van de liquiditeitenmassa gedurende de periode dat het indirecte systeem bestond (1973–1976) en uit de relatief langzame groei van de liquiditeitenmassa gedurende de periode van het directe systeem (1977–1979) niet worden geconcludeerd dat een systeem van indirecte kredietbeheersing minder effectief zou zijn dan een systeem van directe kredietrestricties. De eerste periode was er immers een van forse betalingsbalanssurplusen en van het achterwege blijven van de toepassing van de zware fase van het indirecte systeem. De tweede periode daarentegen was er een waarin betalingsbalanstekorten samenvielen met de feitelijke toepassing van het directe systeem.

In de tweede plaats geldt de vrees dat invoering van de zware fase van het systeem van indirecte kredietrestrictie tot rentestijging leidt evenzeer voor de invoering van een systeem van directe kredietrestrictie. Kredietrestrictie door middel van verkrapping van de geldmarkt door middel van hogere kas- en liquiditeitsreservepercentages, openmarktverkoop van niet-liquiditeitspapier, discontoverhogingen en beroepscontingenteringen leidt op zich tot hogere geldmarkttarieven. Kredietrestrictie door middel van het limiteren van de aanwas van het netto geldscheppend bedrijf van de banken leidt, gegeven de kredietvraag, tot een jacht op doorgeefbare passiva (lange middelen) en daarmee tot hogere kapitaalmarktrentes. In hoeverre de rentes op de geldmarkt en de kapitaalmarkt elkaar beïnvloeden, hangt af van de scheiding tussen deze beide markten. De Bank acht deze scheiding kennelijk tamelijk waterdicht. De kans echter dat deze scheiding verloren gaat, neemt toe naarmate de renteversillen tussen de geldmarkt en de kapitaalmarkt door de hantering

5) Zie voor een uitstekende beschrijving van het „kleine” monetaire beleid in termen van deze instrumenten P.C. Timmermans, *Het interventiebeleid van De Nederlandsche Bank in de geldmarkt, preadvies omtrent het functioneren van de Nederlandse geldmarkt*, NIBE-publikatie 30, Amsterdam, 1977.

6) Tot voor kort was de regeling in Nederland dat de banken — behoudens een franchise van f. 5 mln. — geen netto buitenlands passief mochten aanhouden. Deze regeling is in de loop van 1980 met het optreden van betalingsbalanstekorten opgeheven.

van het ene of het andere kredietrestrictiesysteem groter en/of duurzamer worden. In ieder geval leidt, gegeven de kredietvraag, kredietrestrictie op zich tot een hogere rente, is het niet op de geldmarkt dan wel op de kapitaalmarkt. In het eerste geval wordt de gulden duurder, in het tweede geval de investeringen. In beide gevallen zijn bestedingseffecten het gevolg.

Ten derde lijkt een systeem van indirecte kredietrestrictie de concurrentieverhoudingen tussen de kredietinstellingen onderling minder nadelig te beïnvloeden dan een systeem van directe kredietbeheersing. Het indirecte systeem werkt d.m.v. beïnvloeding van voor ieder gelijkelijk geldende geldmarktcondities. De concurrentieverhoudingen worden er niet door bevroren. Onder het huidige systeem van directe kredietrestrictie echter wordt de verhouding van het netto geldschepend bedrijf tussen de banken onderling gefixeerd. Voorts geldt dat behoud van het eigen marktaandeel in de *bruto* kredietverlening bij een voor ieder gelijkelijk geldende toegestane groeivoet van het eigen *netto* geldschepende bedrijf, kredietinstellingen tot een grotere procentuele expansie van hun lange middelen dwingt naarmate hun netto monetair bedrijf een grotere fractie van hun bruto kredietverlening uitmaakt. Deze fractie is voor de algemene banken ongeveer 50%, voor de landbouwkredietinstellingen ongeveer 10% en voor de gelddiensten van de PTT ongeveer 40%. Daarmee lijken de algemene banken onder het huidige systeem van directe kredietrestrictie in het nadeel t.o.v. hun concurrenten in de strijd om het behoud van hun marktaandeel in de bruto kredietverlening. Ten slotte geldt dat de huidige normering van het netto geldschepend bedrijf concurrentienadelen met zich brengt voor kleinere bankinstellingen die niet of nauwelijks toegang hebben tot de markt voor doorgeefbare passiva (lange middelen) of waarvan de aard van het bedrijf zich niet leent voor langpassief financiering. Zonder extra toewijzing van kredietruimte zouden dergelijke banken het expansietempo van de kredietverlening van de grotere instellingen niet kunnen benaderen 7). Het gevolg van deze effecten van het systeem van directe kredietbeheersing op de onderlinge concurrentieverhoudingen tussen de kredietinstellingen is een toenemende druk tot invoering van uitzonderingsposities en aanvullende regelingen, tot herziening van de afbakening tussen korte en lange passiva e.d., die het systeem compliceren en ontkrachten 8).

In de vierde plaats dwingt een kwantitatieve restrictie van het netto geldschepend bedrijf de kredietinstellingen, gegeven de kredietvraag, tot een groter beroep op de kapitaalmarkt en tot een groter aandeel van lange middelen in de financiering van hun korte krediet dan zonder de directe restrictie het geval zou zijn geweest. Aldus ontstaat een balansstructuur die de kredietinstellingen gevoeliger maakt voor eventuele rentedalingen, waarvan het negatieve effect op de rentemarge en de rentabiliteit van het bankwezen toeneemt naarmate meer kort krediet lang gefinancierd wordt.

In de vijfde plaats lijkt een systeem van indirecte kredietrestrictie veel flexibeler te kunnen worden toegepast dan een direct systeem. Open-markttransacties, discontoveranderingen en wijzigingen in kas- en liquiditeitsreservepercentages kunnen in principe op dagelijkse basis worden doorgevoerd zonder overleg vooraf. Kwantitatieve kredietrestricties daarentegen worden, omdat de uitvoering ervan de medewerking vereist van de kredietinstellingen, slechts getroffen na overleg, gelden voor langere perioden en kunnen daarom minder gemakkelijk worden aangepast aan veranderende omstandigheden.

Ten slotte past een systeem van indirecte kredietrestrictie beter in een systeem van vrije markten en ondernemingswijze productie, en sluit het beter aan op de gescheiden verantwoordelijkheden van de monetaire autoriteiten voor de geldvoorziening van de economie en van de bankiers voor de winstgevendheid van hun bedrijf dan een systeem van directe kredietbeheersing. Een systeem van indirecte kredietrestrictie werkt *marktconform*; het tracht de beslissingen van de kredietinstellingen omtrent hun kredietvolume te beïnvloeden via

beïnvloeding van de geldmarktcondities. Een systeem van directe kredietrestrictie werkt niet marktconform; het neemt de beslissingen omtrent het kredietvolume uit handen van de kredietinstellingen. Het directe systeem van kredietrestrictie legt de verantwoordelijkheid voor een *macro-economisch* verantwoorde geldvoorziening deels waar ze niet liggen moet, nl. bij de kredietinstellingen, en leidt daardoor tot conflicten met hun verantwoordelijkheid voor een *bedrijfs-economisch* verantwoorde kredietverschaffing. Zulke conflicten leiden onherroepelijk tot het zoeken naar en vinden van wegen om onder de kredietplafonds uit te komen en tot oneigenlijke interpretatie van getroffen regelingen.

Bij het indirecte systeem daarentegen ligt de verantwoordelijkheid voor een macro-economisch verantwoorde geldvoorziening daar waar ze liggen moet: bij de monetaire autoriteiten. De kredietinstellingen zijn uitsluitend verantwoordelijk voor een bedrijfs-economisch verantwoorde kredietverlening. Kosten en opbrengsten en de verwachtingen daarover bepalen hun beslissingen omtrent het kredietvolume. De invloed van de monetaire autoriteiten daarop verloopt via verandering van de geldmarktcondities en de invloed daarvan op de kosten, opbrengsten en verwachtingen van het bankwezen.

Op basis van bovenstaande overwegingen lijkt het voeren van het „grote” monetaire beleid, dat is gericht op beheersing van de groei van de liquiditeitenmassa van de economie, via een systeem van indirecte, marktconforme, kredietrestrictie te prefereren boven een systeem van directe kwantitatieve kredietrestrictie 9). Op de te verwachten moeilijkheden bij de implementatie van zo'n systeem gaan we in de volgende paragraaf kort in.

#### Basisgeldbeheersing

Beheersing van de groei van de liquiditeitenmassa via een indirect systeem van kredietbeheersing zal niet eenvoudig zijn. Maar datzelfde geldt voor het systeem van directe kredietrestrictie. In beide gevallen worden aan de instrumenten en het inzicht van de Bank hoge eisen gesteld. De moeilijkheden die elk van beide systemen met zich brengt, kunnen zichtbaar worden gemaakt door de verschillende zienswijzen op haar eigen balans en die van het geldschepend bankwezen uiteen te zetten waartoe de Bank door elk van beide systemen wordt gedwongen.

Sterk vereenvoudigd kunnen we de balansen van DNB en het bankwezen als volgt weergeven 10):

Balans DNB			
Goud en deviezen	IR	Chartaal geld	C
Vlottende overheids-schuld	SI	Kasreserve	R
Disconteringen, voorschotten en beleningen aan banken	RL	's Rijks kas	RO

7) Het is in dit verband gebruikelijk de norm voor de groei van het netto geldschepend bedrijf van de individuele instellingen één procentpunt beneden de in voetnoot 3 genoemde percentages vast te stellen, en de resterende ruimte (1%) aan te wenden voor vergroting van de ruimte (via verhoging van de basis) van de kleinere algemene banken.

8) Zo werd in 1979 de definitie van de lange middelen verruimd door bij de spaargelden te rekenen de door particulieren aangehouden lange en korte deposito's.

9) Het is in dit verband opvallend dat de meeste westerse industrielanden, met uitzondering van Nederland, Denemarken, Ierland en Italië, een op indirecte kredietrestrictie gebaseerde geldpolitiek voeren.

10) Zie b.v. de *Verkorte weekstaten* van DNB.

Balans bankwezen			
Kasreserves	R	Girale saldi	D
Netto vlottende overheidsschuld	S2	Termijndeposito's enz.	T
Kort krediet particuliere sector	KL	Lange middelen	P
(Middel)lange uitzettingen	LL	Voorschotten, discontoringen en beleningen bij DNB	RL
Netto buitenlands actief banken	NBA		

In het systeem van directe kredietrestrictie worden beide balansen geconsolideerd beschouwd. Afgezien van de beperkte hoeveelheid vlottende overheidsschuld in particuliere handen, geldt dan:

Geconsolideerde balans geldscheppende instellingen			
Goud en deviezen en Netto buitenlands actief banken	IR + NBA	Chartaal geld C Girale saldi D Termijndeposito's T	} liquiditeitenmassa M2.
Netto vlottende overheidsschuld	S1 + S2 - RO		
Netto geldscheppend bedrijf banken	KL + LL - P		

Uit deze geconsolideerde balans blijken de bronnen van de liquiditeitenmassa zoals weergegeven in de kolommen (7)-(9) van tabel 1. De liquiditeitenmassa neemt toe ( $\Delta$ ) vanwege betalingsbalansoverschotten van de niet-monetaire sectoren met het buitenland die neerslaan in veranderingen in de gouden deviezenpositie van de Bank en het netto buitenlands actief van de banken:  $\Delta(IR + NBA)$ ; vanwege monetaire financiering van het financieringstekort van de overheid zoals dat zich uit in de toeneming van de netto vlottende overheidsschuld  $\Delta(S1 + S2 - RO)$ ; en vanwege de aanwas van het netto geldscheppend bedrijf van de banken:  $\Delta(KL + LL - P)$  11). Aldus geldt:

$$\Delta M2 = \Delta(IR + NBA) + \Delta(S1 + S2 - RO) + \Delta(KL + LL - P) \quad (1)$$

Onder het directe systeem wordt de mutatie van het netto geldscheppend bedrijf van de banken  $\Delta(KL + LL - P)$  aan kwantitatieve limieten onderworpen met als doel de aanwas van de liquiditeitenmassa ( $\Delta M2$ ) te beheersen. De moeilijkehe-

den die zich hierbij kunnen voordoen, vloeien voort uit het feit dat het verloop van het betalingsbalanssaldo en (het monetaire financieren gedeelte van) het financieringstekort van de overheid roet in het eten kunnen gooien, nog afgezien van de mogelijkheid dat de banken de kredietnorm overschrijden.

In het systeem van indirecte kredietbeheersing worden de balansen van de geldscheppende instellingen niet geconsolideerd. In plaats daarvan spelen balansverhoudingen en de basisgeldhoeveelheid een hoofdrol 12).

De basisgeldhoeveelheid (B) bestaat uit de netto liquide schuld van DNB aan de banken (R - RL) en het publiek (C):

$$B = C + R - RL \quad (2)$$

De bronnen van de basisgeldhoeveelheid bestaan uit de netto vorderingen van DNB op het buitenland (IR) en op de overheid (S1 - RO):

$$B = IR + (S1 - RO). \quad (3)$$

Het bankwezen wenst uit voorzorg en/of voorschrift een fractie k van de depositoverplichting (D + T) aan te houden als ongeleende reserves (R - RL), terwijl de overgebleven fractie (1-k) in het netto geldscheppend bedrijf wordt aangewend voor kredietverlening aan overheid en publiek (S2 + KL + LL - P) en in het netto buitenlands bedrijf als kredietverlening aan het buitenland (NBA).

We zien voorts weer af van vlottende overheidsschuld in particuliere handen en definiëren de liquiditeitenmassa als  $M2 = C + D + T$ . Aannemende dat het publiek een bepaalde fractie (c) van de liquiditeitenmassa wenst aan te houden als chartaal geld ( $C = cM2$ ) volgt uit (2) dat

11) Vanzelfsprekend is eveneens van monetaire financiering van het financieringstekort van de overheid sprake wanneer de aanwas van de lange uitzettingen van het bankwezen ( $\Delta LL$ ) bestaat uit aankoop van door de overheid geplaatste obligatie- en onderhandse leningen.  
12) Voor een uitvoeriger verhandeling over deze aanpak wordt verwezen naar P. Kortweg, Over de beheersbaarheid van de geldhoeveelheid in Nederland, *De Economist*, no. 2, 1973; en P. Kortweg en P.D. van Loo, *The market for money and the market for credit*, Leiden, 1977. Zie tevens de geldmarkttabellen (tabel 8) in de jaarverslagen van DNB.

Tabel 1. Liquiditeitscreatie en valutamarktinterventies, 1970-1979

Jaar	Mutatie van de geldhoeveelheid (M1) in de loop van het jaar		Mutatie van de liquiditeitenmassa (M2) in de loop van het jaar		Liquiditeitscreatie (+) via					Saldo valutamarktinterventies in		Saldo guldeninterventies door (VS en) Slang/EMS partners
					Buitenland mutatie netto buitenlands actief			Overheid	Geldscheppende instellingen	Slang/EMS-valuta	waarvan D-marken	
					DNB	overige geldsch. instellingen	totaal buitenland					
								in mrd. gld. (5)	in mrd. gld. (6)	in mrd. gld. (7) = (5) + (6)	in mrd. gld. (8)	
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 definities zie tabel 2. 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, 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.

$B = cM2 + k(1 - c) M2$ , zodat

$$M2 = \frac{1}{c + k(1-c)} B$$

waarin  $B = IR + (S1 - RO)$  en

$$\frac{1}{c + (1-c)k}$$
 de geldmultiplicator is.

Via aan- en verkopen van deviezen (IR) en overheidspapier (S1) en door verandering van in ongeleende reserves (R - RL) luidende verplichte kasreservepercentages kan de Bank trachten haar netto liquide schuldpositie (de basisgeldhoeveelheid, B) en de geldmultiplicator te beïnvloeden, om zodoende de ruimte en condities op de geldmarkt en daarmee het verloop van de liquiditeitsmassa te beheersen. De moeilijkheden die zich hierbij kunnen voordoen, vloeien voort uit het feit dat de Bank het verloop van 's Rijks kas (RO) noch de bankbiljetten-circulatie, en daarmee ook niet de chartale geldquote (c), onder controle heeft. Via open-marktoperaties en een flexibele hantering van de kasreservevoorschriften moet de Bank dan de gevolgen van het verloop van 's Rijks kas en de chartale geldquote voor de basisgeldhoeveelheid, de geldmultiplicator en daarmee de liquiditeitsmassa trachten te neutraliseren. Dat zal moeilijker zijn naarmate het verloop van 's Rijks kas en de chartale geldquote slechter voorspelbaar zijn. De chartale geldquote, die van 1950 tot 1967 heeft geschommeld tussen 30% en 34%, vervolgens geleidelijk is gedaald tot rond 19% in 1974 en daarna vrij stabiel is, lijkt op kwartaalbasis goed voorspelbaar (13). De voorspelbaarheid van het verloop van 's Rijks kas lijkt moeilijker, hoewel ook daarin een duidelijk seizoenpatroon aanwezig is.

Van de zijde van de Bank wordt de mogelijkheid van beheersing van de liquiditeitsmassa door middel van „monetary base control” sterk betwijfeld. Weliswaar wordt de eenvoud en analytische elegantie van deze vorm van indirecte kredietbeheersing erkend, maar de voorspelbaarheid van met name de (determinanten van de) geldmultiplicator wordt beperkt geacht. Zo schrijft dr. Zijlstra:

„However, the stability of these ratios is not beyond challenge. The free liquidity which the banks wish to hold with each other and with the Central Bank is too complicated a matter to be expressed as a stable percentage of deposit liabilities. . . . Of course, none of this detracts from the fact that at the end of the day banks need central bank money if credit expands, either on account of imposed reserve requirements or on account of additional demand for bank notes. The central bank however cannot simply refuse to meet such demand” (14).

En prof. dr. Fase concludeert na empirische analyse van het probleem:

„. . . the use of it (monetary base control, PK) for monetary management in the Netherlands is neither feasible nor desirable. First, there is the question of whether control of the sources of the monetary base creation will perform better than the present system of direct credit control. Second. . . , we presented some empirical evidence yielding rather poor estimates both for the model to predict the money multiplier and the relationship between money stock and base money” (15).

Aan deze beide meningen vanuit de Bank is een zekere eenzijdigheid niet vreemd. Allereerst kan de keuze voor het systeem van directe kredietrestrictie niet — zoals dr. Fase doet — worden gebaseerd op de enkele bevinding dat bij de voorspelling van de geldmultiplicator enerzijds en van de geldhoeveelheid met behulp van de basisgeldhoeveelheid anderzijds — soms grote — voorspelfouten worden gemaakt. Waar het om gaat is of voorspelling van de geldhoeveelheid vanaf de onder het directe systeem genormeerde kredietruimte tot kleinere voorspelfouten leidt (16). Zolang daarvan niets bekend is, kan een systeem van beheersing van de liquiditeitsmassa door middel van de basisgeldhoeveelheid niet worden verworpen. Verder blijkt uit het citaat van dr. Zijlstra hoe belangrijk de gehanteerde definitie van de basisgeldhoeveelheid en kasreservequote zijn. De beheersing van de liquiditeits-

tenmassa door middel van beheersing van de basisgeldhoeveelheid is eenvoudiger wanneer als het te beheersen basisgeldvolume de netto verplichtingen van de Bank aan publiek en banken (C + R - RL) wordt genomen, waarbij dan ook kasreservevoorschriften luidende in ongeleende reserves behoren.

Beheersing van de bruto basisgeldhoeveelheid (C + R) is moeilijker omdat, gegeven de tarieven van de Bank, dit basisgeldvolume mede wordt bepaald door de omvang van het beroep dat de banken op de Bank wensen te doen. Met andere woorden: beheersing van de basisgeldhoeveelheid wordt eenvoudiger wanneer de Bank het beroep op haar kredietfaciliteiten strak in de hand houdt, of wel door het basisgeld en de kasreservevoorschriften te doen luiden in ongeleende reserves, of wel door contingentering van het beroep. Doet de Bank zulks niet dan wordt het basisgeldvolume in principe vraagbepaald. Blijft het probleem van de onvoorzienbare fluctuaties in de door het bankwezen aangehouden ongeleende kasreserve als fractie van de depositoverplichtingen. Deels zijn dergelijke fluctuaties tijdelijk en van zo korte duur dat ze bij beheersing van de geldhoeveelheid op kwartaalbasis geen rol spelen. Deels ook kunnen ze worden opgevangen door een veel flexibeler toepassing van verplichte kasreservepercentages dan hier te lande gebruikelijk is.

Ten slotte zij herhaald dat er zich niet alleen voorspelproblemen voordoen bij de beheersing van de liquiditeitsmassa via het basisgeldvolume. Zoals hierboven reeds is uiteengezet doen voorspelproblemen zich eveneens voor bij de beheersing van de liquiditeitsmassa door middel van directe kredietrestricties. De keuze tussen beide systemen van beheersing van de geldhoeveelheid hoort mede, maar niet uitsluitend af te hangen van de relatieve omvang van de voorspelfouten waartoe beide systemen leiden. Daarnaast hoort echter een rol te spelen de relatieve omvang van de negatieve gevolgen van beide systemen voor de concurrentieverhoudingen in het bankwezen en de mate van marktconformiteit van beide systemen. Bovendien is de ervaring van andere kleine open economieën met beide systemen van belang. Voor Zwitserland concludeerde de president van de Zwitserse Nationale Bank, dr. Leutwiller onlangs: „To conclude my remarks, I am convinced that monetary targets, as well as the use of the monetary base as a control instrument have greatly improved the performance of Swiss monetary policy” (17).

## De indicatoren van het monetaire beleid

Op welk doel men het monetaire beleid ook richt en met welke instrumenten de monetaire politiek wordt gevoerd, zolang de kennis over de effecten van de instrumenten van het monetaire beleid op de uiteindelijke doelstellingen van het beleid fragmentarisch en onvolledig is, of vertraagd ter beschikking komt, is er behoefte aan indicatorvariabelen aan de hand waarvan men kan beoordelen of het monetaire beleid

13) Zie DNB, *Monetair-statistische jaar- en kwartaalreeksen*, oktober 1973, blz. 46-48; en DNB, *Kwartaalberichten*, tabellen 3.1.

14) Zie J.M. Zijlstra, *Central banking — a moderate monetarist's view*, voordracht te Jeruzalem, november 1979, blz. 16.

15) Zie M. M. G. Fase, *Monetary base control: a useful alternative for the Netherlands?*, *De Economist*, jg. 128, nr. 2, 1980, blz. 200. De bevindingen van Fase staan overigens lijnrecht tegenover die van Bomhoff voor Nederland, Johannes en Rasche voor de Verenigde Staten en Büttler e.a. voor Zwitserland. Zie E.J. Bomhoff, *Predicting the money multiplier: a case study for the US and the Netherlands*; J.M. Johannes en R.H. Rasche, *Predicting the money multiplier*; en H.J. Büttler e.a., *A multiplier model for controlling the money stock*, alle in *Journal of Monetary Economics*, jg. 3, 1977, en jg. 5, 1979.

16) Overigens zij erop gewezen dat gedurende de schattingsperiode van het onderzoek van prof. dr. Fase (januari 1968-december 1978) het door hem op basis van zijn bevindingen verworpen indirecte systeem nooit werkelijk — d.w.z. in zijn zware fase — in de praktijk is gebracht.

17) F. Leutwiller, *Monetary policy and the setting of money stock targets: the case of Switzerland*, voordracht te Jeruzalem, november 1979, blz. 11.

remmend, neutraal of stuwend is 18). Als zodanige indicatoren van het monetaire beleid komen alleen die monetaire variabelen in aanmerking waarvan de veranderingen een voorspelbaar effect hebben op de uiteindelijke doelvariabelen, waarover betrouwbare informatie snel beschikbaar is en waarvan het verloop beheerst kan worden door de instrumenten van de monetaire politiek.

### Liquiditeitsquote

In Nederland heeft als centrale indicator van het monetaire beleid tot nog toe de liquiditeitsquote gefungeerd, zijnde de liquiditeitsmassa (M2) als fractie van het nominale nationale inkomen (19). Van monetaristische zijde is daarentegen — op goede gronden — altijd gepleit voor de groeivoet van de geldhoeveelheid of de liquiditeitsmassa als centrale indicator van het monetaire beleid.

De liquiditeitsquote wordt door de Bank gezien als indicator van de monetaire ruimte in de economie. Uitgegaan wordt van een zekere minimaal noodzakelijke hoeveelheid primaire en secundaire liquiditeiten in verhouding tot het nationale inkomen, waarbij gedacht lijkt te worden aan een quote van ongeveer 0,35, zijnde de vooralsnog laagst waargenomen waarde. Aldus indiceert een feitelijke waarde van de liquiditeitsquote boven (beneden) de minimaal noodzakelijke quote de aanwezigheid van monetaire ruimte (krapte) en een te ruim (te krap) monetair beleid. Daarbij staat monetaire ruimte gelijk aan potentiële inflatie en monetaire krapte aan potentiële recessie. Het monetaire beleid moet daarom afwijkingen tussen de feitelijke en de minimaal noodzakelijke liquiditeitsquote zien te voorkomen.

Aan de liquiditeitsquote zijn echter een aantal belangrijke problemen verbonden die het tot een minder geschikte indicator maken van de richting van het monetaire beleid. De liquiditeitsquote voldoet nl. onvoldoende aan de eisen die aan de doelmatige indicator moeten worden gesteld. Dat wordt veroorzaakt door de omstandigheid dat de liquiditeitsquote het quotiënt is van de liquiditeitsmassa en het nominale inkomen, waardoor het verloop ervan behalve door het aanbod van liquiditeiten ook beïnvloed wordt door factoren die de vraag naar liquiditeiten bepalen. Ten eerste biedt de liquiditeitsquote geen betrouwbare en snelle informatie over het gevoerde beleid omdat gegevens over het nominale nationale inkomen op maandbasis ontbreken en op kwartaal- en jaarbasis zeer vertraagd ter beschikking komen. Een doorlopende berekening van de liquiditeitsquote als indicator van de monetaire ruimte in de economie kan dan ook slechts zijn gebaseerd op zeer voorlopige schattingen van het nominale nationale inkomen. De liquiditeitsquote wordt daarmee een onbetrouwbare indicator, hetgeen ook blijkt uit de voortdurende herzieningen waaraan de gepubliceerde cijfers omtrent de quote blootstaan, nog afgezien van de voortdurende correcties op de liquiditeitsquote wegens overheveling van spaargeld naar termijndeposito's en terug, zoals die ontstaat wanneer het „kleine” en het „grote” monetaire beleid met elkaar in conflict komen.

In de tweede plaats reflecteert de liquiditeitsquote niet alleen het gevoerde monetaire beleid, maar ook het verloop van de vraag naar liquiditeiten. Gegeven de liquiditeitsmassa leidt een toeneming van de vraag naar liquiditeiten, b.v. omdat men een daling van de rente, de inflatie of de wisselkoersen voorziet, tot een stijging van de liquiditeitsquote. Een dergelijke stijging vormt in het geheel geen indicatie van een te ruim monetair beleid en mag dan ook geen aanleiding zijn voor een verkrappend monetair beleid. Omgekeerd vormt een daling van de liquiditeitsquote ingevolge een daling van de vraag naar liquiditeiten uit hoofde van b.v. een te verwachten stijging van de inflatie, de rente of de wisselkoersen, geen indicatie van monetaire krapte en geen aanleiding voor een verruimend monetair beleid. Eerder is het tegendeel het geval. Als nl. de verwachte stijging (daling) van de inflatie, de rentevoet en de wisselkoersen het gevolg zijn van aanhoudend hoge (lage) geldgroei, dan vormt een dalende liquiditeitsquote juist een indicatie van een te ruim, en een stijgende liquiditeits-

quote een indicatie van een te krap monetair beleid. Veranderingen in de vraag naar liquiditeiten — autonoom of geïnduceerd door het monetaire beleid — maken dus de liquiditeitsquote tot een onbetrouwbare indicator van het monetaire beleid (20). Zou de centrale bank een door vraagfactoren bepaalde daling (stijging) van de liquiditeitsquote zien als indicatie van een te krap (ruim) monetair beleid en op grond daarvan overgaan tot een ruim-geld (krap-geld) politiek, ontstaat de kans op een cumulatief proces van steeds verder oplopende (teruglopende) inflatie, rente en wisselkoersen, en van een steeds verder dalende (stijgende) liquiditeitsquote.

In de derde plaats geldt dat, zelfs wanneer verschuivingen in de geldvraag zich niet voordoen, de liquiditeitsquote een nietszeggende indicator kan zijn van het gevoerde monetaire beleid, nl. wanneer er tussen de liquiditeitsmassa en het prijspeil een proportioneel verband bestaat. Dat verband kan ontstaan in een inflatoire omgeving waarin het voor de deelnemers aan het economisch verkeer van belang wordt te proberen de geldgroei te voorzien en de geldillusie te overwinnen (21). In dat geval vertaalt geldgroei zich volledig in inflatie, waardoor de liquiditeitsquote ongewijzigd blijft en ongevoelig wordt voor de snelheid waarmee de liquiditeitsmassa groeit. Deze mogelijkheid wordt expliciet erkent door dr. Zijlstra wanneer hij schrijft: „A constant liquidity ratio is capable of sustaining any rate of inflation” (22). Onder zulke omstandigheden is de samenhang tussen de liquiditeitsquote en de uiteindelijke doelvariabelen van het monetaire beleid, i.c. het prijspeil geheel verloren gegaan, en daarmee de liquiditeitsquote tot een nietszeggende indicator van het monetaire beleid is geworden.

### Quotebeleid versus hoeveelheidsbeleid

Om al deze redenen lijkt de liquiditeitsquote niet de meest aangewezen indicator van het monetaire beleid. Monetair beleid dient, ook in de opvatting van dr. Zijlstra, hoeveelheidsbeleid te zijn (23). Een doelmatiger indicator van de richting van het gevoerde en te voeren monetaire beleid lijkt daarom te zijn de groeivoet van de geldhoeveelheid c.q. liquiditeitsmassa (in relatie tot de trendmatige groei van de reële productie). De gegevens over de groei van geldhoeveelheid of liquiditeitsmassa zijn betrouwbaarder en sneller beschikbaar dan de liquiditeitsquote. Voorts vormen de groeivoeten van de geldhoeveelheid of de liquiditeitsmassa een veel zuiverder indicator van het monetaire beleid dan de liquiditeitsquote, en wel omdat geldvraagelementen er geen rol in spelen.

Groeit de geldhoeveelheid of liquiditeitsmassa voortdurend sneller dan de productie, of loopt de groeivoet van geldhoeveelheid of liquiditeitsmassa op, dan kan dat niets anders betekenen dan dat — om wat voor redenen dan ook — de *monetaire autoriteiten* een ruime kredietexpansie van het bankwezen en/of monetaire financiering van het financieringsstekort toelaatbaar achten, en/of betalingsbalansoverschotten willen laten doorwerken in de binnenlandse geldhoeveelheid en liquiditeitsmassa, dan wel betalingsbalansstekorten niet geheel ten koste van de binnenlandse geldhoeveelheid en liquiditeitsmassa willen laten gaan (24). Omgekeerd indiceert een geldgroei die gelijk is aan de trendmatige produktiegroei of een voortdurend teruglopende geldgroei

18) Zie daarvoor J. J. Sijben, *Rationele verwachtingen en monetaire politiek*, Leiden, 1979, blz. 20-32.

19) Zie b.v. G. A. Kessler, *Monetaire indicatoren*, in: V. Halberstadt e.a. (red.), *Economie in overleg*, Leiden, 1974, blz. 288-293; en J. Zijlstra, op. cit., blz. 8-10.

20) Hetzelfde geldt overigens voor rentevoeten en wisselkoersen, die kunnen oplopen (dalende) als gevolg van oplopende (dalende) inflatieverwachtingen, en die daarmee eerder een indicatie vormen van een verruimend (verkrappend) monetair beleid dan omgekeerd.

21) Zie daarvoor E. J. Bomhoff, *Inflation, the quantity theory, and rational expectations*, Amsterdam, 1980.

22) Zie J. Zijlstra, op. cit., blz. 8.

23) Zie het Algemeen Overzicht in DNB, *Verslag over het jaar 1974*, blz. 22.

dat de monetaire autoriteiten het netto geldscheppend bedrijf van de banken wensen te beheersen, monetaire financiering van de financieringstekorten wensen te voorkomen of terug te dringen, en betalingsbalanstekorten ten koste willen laten gaan van de binnenlandse geldhoeveelheid en liquiditeitenmassa 25).

Ten slotte vertonen de groeivoeten van de geldhoeveelheid en de liquiditeitenmassa een veel duidelijker verband met de inflatie als doelvariabele van het monetaire beleid dan de liquiditeitsquote. Dat blijkt duidelijk uit de regels (1)–(8) van tabel 2. Terwijl het inflatieniveau gedurende de jaren 1970–1976 gemiddeld het dubbele was van dat in de periode ervoor (1963–1969) en erna (1977–1979), vertoont de liquiditeitsquote het omgekeerde verloop. Gedurende de jaren 1970–1976 ligt de liquiditeitsquote gemiddeld lager dan in de periode ervoor en veel lager dan in de periode erna! Daarentegen vertonen de groeivoeten van de geldhoeveelheid (M1) en de liquiditeitenmassa (M2) een verloop parallel aan de inflatie. Het niveau van de groeivoeten van zowel de geldhoeveelheid als de liquiditeitenmassa per eenheid produkt bedroeg over de jaren 1970–1976 gemiddeld meer dan het dubbele van dat in de jaren ervoor en erna.

Tabel 2. 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 daggeden, valutategoeden van ingezetenen, oneigenlijk spaargeld en kortlopende overheidsschuld bij het publiek. Bron: DNB.

bbp: bruto binnenlands produkt. Bron: CPB.

cpi: consumptieprijsindex. Bronnen: 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.

Om al deze redenen lijkt de groeivoet van de geldhoeveelheid en de liquiditeitenmassa een veel doelmatiger indicator van het karakter en de effecten van het monetaire beleid dan de door de Bank geprefereerde liquiditeitsquote. Overigens lijkt de liquiditeitsquote als hoofdindicator van het beleid ook bij de Bank op zijn retour. Dit volgt uit het jaarverslag van DNB over 1976 waar dr. Zijlstra schrijft (blz. 21, 22):

„Het zou een misverstand zijn te menen dat een monetaire doelstelling geformuleerd in termen van een liquiditeitsquote, iets heel anders is dan zulk een beleid, gepresenteerd in de vorm van een gewenste groeivoet van de geldhoeveelheid. Een quotedoelstelling is *impliciet* (curs. PK) een doelstelling ten aanzien van de groei van de geldhoeveelheid en omgekeerd, *zij het* (curs. PK) in beide gevallen bij een aan die doelstelling ten grondslag liggende verwachting met betrekking tot de reële groei en de prijsstijging... Samenvattend zou men kunnen zeggen dat de quotebenadering analytisch de voorkeur verdient, doch dat aan de benadering via de groei van de geldhoeveelheid praktisch, zo men wil didactisch, voordelen zijn verbonden. Het

verdient dan ook aanbeveling een gepubliceerde quote doelstelling steeds vergezeld te doen gaan van de daarin impliciet opgenomen doelstelling ten aanzien van de groei van de geldhoeveelheid...”.

Geldhoeveelheid (M1) versus liquiditeitenmassa (M2)

Uit het voorafgaande wordt reeds duidelijk dat de keuze van een liquiditeitsquote of een liquiditeitenmassa als indicator van het monetaire beleid in belang ver uitgaat boven de keuze van de geldhoeveelheid of de liquiditeitenmassa als geldpolitieke indicator. Het trendmatig verloop van de groei van beide geldmassa's is nl. parallel, zoals uit de regels (1) en (2) van tabel 2 blijkt. Op korte termijn evenwel kunnen blijkens de kolommen (2) en (4) van tabel 1 de groeivoeten van beide geldmassa's tegengesteld aan elkaar verlopen. De vraag is dan welke van de beide geldmassa's de aard van het monetaire beleid het best weergeeft. Bij het beantwoorden van deze vraag valt te bedenken dat de oorzaken van het tegengestelde verloop van de groeivoeten van de geldhoeveelheid en de liquiditeitenmassa bekend zijn. Zoals reeds eerder uiteengezet zijn deze terug te voeren op het feit dat in de jaren waarin de gulden tegenover de D-Mark onder sterke druk kwam (1973–1974, 1976) het „kleine” monetaire beleid, dat was gericht op wisselkoersstabiliteit, in conflict kwam met het „grote” monetaire beleid, dat gericht was op ondersteuning van de conjunctuur. De geldmarktstarieven kwamen daarbij boven de officiële tarieven van de Bank te liggen en boven de spaargeldrente, hetgeen tot een enorme expansie van termijndeposito's leidde via kredietopname en overboeking van girale- en spaargelden, terwijl na het erop volgende herstel van meer normale renteverhoudingen aflossing en terugboeking volgde.

Voor zover het monetaire beleid in de toekomst dergelijke conflicten tussen het „grote” en het „kleine” beleid weet te voorkomen — b.v. door geen conflicterende doelen meer na te streven — mag worden verwacht dat geldhoeveelheid en liquiditeitenmassa ook op korte termijn meer parallel zullen verlopen. Mocht aan een keuze tussen beide geldmassa's toch niet te ontkomen zijn, dan dienen een aantal criteria in acht te worden genomen. In de eerste plaats dient de vraagrelatie naar de te kiezen geldmassa relatief stabiel te zijn in een beperkt aantal variabelen. Hoe stabiel de vraag naar een geldmassa, hoe voorspelbaarder een mutatie erin doorwerkt in prijspeil en produktie 26). In de tweede plaats dient het aanbod van de te kiezen geldmassa beheersbaar te zijn. Naarmate een geldmassa beter te beheersen is door de monetaire autoriteiten en naarmate de vraag ernaar stabiel is, zal het effect van geldpolitiek op het prijspeil en de produktie beter voorspelbaar zijn en het monetaire beleid gemakkelijker uitvoerbaar. Ten slotte dient het effect van veranderingen in de te kiezen geldmassa op het prijspeil en de produktie onafhankelijk te zijn van de bronnen van die veranderingen.

Wat betreft de stabiliteit van de vraagrelaties naar de geldhoeveelheid (M1) en de liquiditeitsmassa (M2) hier te lande blijkt uit een veelheid van empirische onderzoeken dat de gevonden geldvraagrelaties tamelijk stabiel zijn en dat deze stabiliteit betrekkelijk onafhankelijk is van de gekozen

24) De nadruk valt hier overigens op de monetaire autoriteiten (regering en DNB) en niet uitsluitend op de Bank. Wanneer de regering nl. haar financieringstekorten op grote schaal monetair wenst te financieren en per se wenst deel te nemen aan een wisselkoersarrangement met vaste pariteiten kan bij betalingsbalansoverschotten de liquiditeitscreatie gemakkelijk uit de hand lopen. In zulke omstandigheden mag van de Bank niet worden verwacht dat ze zo'n situatie zou kunnen corrigeren door de monetaire financiering van de overheid en de betalingsbalansoverschotten via een kredietrestrictie geheel ten laste te brengen van de kredietverlening van het bankwezen en daarmee van de particuliere sector.

25) Wanneer onze monetaire autoriteiten het betalingsbalanssaldo nl. niet wensen te laten doorwerken in de binnenlandse liquiditeitsverhoudingen zouden wij — evenals b.v. Zwitserland — geen lid van vaste wisselkoersarrangementen zoals de Slang en het EMS zijn geworden.

26) Waarbij volgens de in deel I van dit artikel uiteengezette theorie een voorziene mutatie van de geldmassa met name het prijspeil en een onvoorziene mutatie behalve het prijspeil ook de produktie beïnvloedt.

gelddefinitie 27). Dit geldt te meer wanneer de zo langzamerhand gebruikelijke, maar niettemin vrij arbitraire correcties, die in verband met overheveling van girale- en spaargelden naar termijndeposito's, en omgekeerd, worden toegepast op de liquiditeitsmassa (M2), achterwege zouden blijven dan wel op analoge wijze zouden worden toegepast op de geldhoeveelheid (M1) 28). Bij de keuze van een adequate definitie van de geldmassa zijn de geldvraagstukken dan ook amper behulpzaam. Wat betreft de beheersbaarheid van de verschillende geldmassa's geldt dat deze toeneemt naarmate de geldmassa meer samenvalt met de schuldtitels die tezamen de basisgeldhoeveelheid van de centrale bank vormen. Hier lijkt de geldhoeveelheid te verkiezen boven de liquiditeitsmassa.

Wat betreft de onafhankelijkheid van de effecten van veranderingen van de te kiezen geldmassa van de bronnen van die veranderingen geldt dat een vergroting van de geldhoeveelheid de marktrentes op overheidsschuld, bankkrediet en fysiek kapitaal doet dalen, en daarmee een ondubbelzinnig positief effect op de bestedingen, het prijspeil en de productie uitoefent. Vergroting van de overheidsschuld daarentegen doet de marktrente op overheidsschuld en bankkrediet stijgen en alleen de marktrente op fysiek kapitaal dalen, en oefent daarmee een tegenstrijdig effect uit op de bestedingen, het prijspeil en de productie 29). Zulks pleit tegen het gebruik van de liquiditeitsmassa als indicator van het monetaire beleid omdat daarin de vlottende overheidsschuld in handen van het publiek is begrepen. De hier ontwikkelde criteria voor een doelmatige hoeveelheidsindicator van het monetaire beleid lijken per saldo een enigszins enger gedefinieerde geldmassa te suggereren dan de nu bij de Bank in gebruik zijnde liquiditeitsmassa. Het lijkt echter goed de keuze van het doelmatigst geachte geldbegrip steeds opnieuw te overwegen en te herzien als de veranderende monetaire verhoudingen en de groeiende empirische inzichten in de samenhangen binnen de monetaire sfeer en tussen de monetaire en reële sfeer daartoe aanleiding geven.

## Conclusies

De inzichten waartoe de voorafgaande bespiegelingen over het monetaire beleid ons hebben gebracht kunnen als volgt worden samengevat. Met betrekking tot de doelstellingen van het monetaire beleid is onze conclusie dat deze zich in principe dienen te beperken tot het bereiken c.q. handhaven van een lage en stabiele inflatievoet (prijsstabiliteit). Als grondregel geldt daarbij dat de groei van de geldhoeveelheid dient te worden afgestemd op de trendmatige groei van de productie. Een dergelijk monetair beleid maakt alleen een kans van slagen wanneer de overheid zich zou onthouden van monetaire financiering van haar tekorten en wanneer de Bank niet de verplichting had tot handhaving van de guldenpariteit. Mits internationaal onderschreven en uitgevoerd op basis van consensus over de gemeenschappelijk na te streven lage inflatievoet, zou een dergelijk trendmatig monetair beleid een maximale bijdrage leveren aan het creëren van de voor economische groei en wisselkoersstabiliteit noodzakelijke voorwaarden. Voor zover de stagnatie van onze economie, de appreciatie van de gulden en de hoge reële rente uitingen zijn van veranderingen in de reële sfeer — olieprijsstijgingen, uitbouw van de collectieve sector, grote financieringstekorten, slecht werkende arbeidsmarkt, falend loonbeleid, het komen en gaan van ons aardgas e.d. — kan een expansief monetair beleid deze ontwikkelingen niet tegenhouden of ombuigen. Uit de ervaringen van de jaren 1970–1976 blijkt dat inflatie het enige gevolg van zo'n beleid zou zijn.

Met betrekking tot het wisselkoersregime waarbinnen het trendmatige monetaire beleid dient te worden gevoerd, is onze conclusie dat een regime van flexibele koersen de voorkeur verdient boven een stelsel met vaste koersen. Een monetair beleid dat voorrang moet geven aan wisselkoersstabiliteit houdt de wisselkoers buiten de aanpassing aan veranderende omstandigheden en vergroot daarmee de noodzaak voor grotere aanpassingen elders. Als b.v. de wereldvraag zich van

ons exportpakket afkeert, de produktiviteitsontwikkeling in onze exportindustrieën achter gaat lopen bij die van de concurrentie, of door een teruglopende aardgasproductie de aardgasbaten teruglopen, dwingt dat tot een voortdurende reële depreciatie van de gulden tegenover de partnervaluta's. Een monetair beleid gericht op een stabiele wisselkoers noopt in die omstandigheden tot een krap-geldpolitiek, die is gericht op verlaging van de inflatie. Bij een trage reactie van de inflatie op de geldpolitiek is gedurende de aanpassingstijd de gulden overgewaardeerd, hetgeen productie, werkgelegenheid en afzet kost. Omgekeerd leidt een op wisselkoersstabiliteit gerichte monetaire politiek bij reële appreciatie van de gulden tot onderwaardering van deze valuta en daarmee tot een mogelijke overexpansie van de economie. De kans dat een op wisselkoersstabiliteit gericht monetair beleid tot overwaardering van de gulden leidt bij reële depreciatie en tot onderwaardering bij reële appreciatie, is groter naarmate de oorzaken van reële wisselkoersmutaties onbekender en onvoorspelbaarder zijn en de kwantitatieve invloeden ervan onzekerder. En dat is in feite het geval. Voor zover overigens het recente verleden een gids is voor de toekomst lijkt koppeling van de gulden aan de D-Mark een *praktische* manier om zowel lage inflatie als wisselkoersstabiliteit met de D-Mark te waarborgen, zolang althans het Duitse monetaire beleid gericht blijft op inflatiebeheersing en zolang de reële koersmutaties tussen de gulden en de D-Mark in de praktijk van geringe omvang blijven.

Met betrekking tot het instrumentarium van het monetaire beleid is onze conclusie dat een systeem van via de geldmarkt werkende indirecte kredietbeheersing te prefereren is boven het huidige systeem van directe kwantitatieve kredietrestricties. De implementatie van een indirect systeem heeft weliswaar eigen moeilijkheden, maar dat is ook het geval bij het directe systeem. Wel geldt dat het indirecte systeem de concurrentieverhoudingen tussen de kredietinstellingen minder aantast of bevriest, minder conflicteert met hun bedrijfs-economische verantwoordelijkheden, en in het algemeen meer marktconform functioneert dan een systeem van directe kredietrestrictie.

Met betrekking, ten slotte, tot de indicatoren van het monetaire beleid is onze conclusie dat de groei van de geldhoeveelheid of van de liquiditeitsmassa als indicator verre te prefereren is boven de door de Bank gehanteerde liquiditeitsquote. De liquiditeitsquote is niet in staat snelle en betrouwbare informatie over de richting van het gevoerde beleid te geven, reflecteert behalve het monetaire beleid ook het verloop van de vraag naar liquiditeiten en beweegt zich in een inflatoire omgeving — waarin de geldillusie zeldzaam is en de verwachtingen rationeel — niet langer parallel aan de doelvariabele van het monetaire beleid, de inflatievoet. De groei van de geldhoeveelheid en liquiditeitsmassa daarentegen geven — mits het z.g. „grote” en het „kleine” monetaire beleid niet onderling strijdig zijn — op elk van deze punten een veel betrouwbaarder en snellere weergave van de richting en effecten van het gedrag van de monetaire autoriteiten en vormen daarmee een veel doelmatiger indicator van het monetaire beleid dan de liquiditeitsquote.

P. Korteweg

27) Zie b.v. M.M.G. Fase en J.B. Kuné, De vraag naar liquiditeiten in Nederland, 1952–1971, *De Economist*, jr. 122, nr. 4, 1974; J.B. Kuné en M. van Niekerk, De ontwikkeling van de geldquote in Nederland, 1900–1970, *Maandschrift Economie*, oktober 1974; M.M.G. Fase, The demand for financial assets, *European Economic Review*, jr. 12, no. 4, 1979; F.A.G. den Butter en M.M.G. Fase, *The demand for money in EEC countries*, nota 7902, DNB, augustus 1979; P.D. van Loo, A monetary submodel for the Dutch economy, some preliminary results, *De Economist*, jg. 122, nr. 1, 1974; en P. Korteweg en P.D. van Loo, op. cit.

28) Zie daartoe o.a. M.M.G. Fase, *Verruiming of verschraling: een poging het liquiditeitsbegrip empirisch af te bakenen*, Selecte Studies, Rabobank, oktober 1975.

29) Zie voor een nadere explicatie P.D. van Loo, Een inleiding tot de Brunner/Meltzer analyse van de macro-economie, *Maandschrift Economie*, februari 1976.