

Monetaire zorgen

Bij de presentatie van het jaarverslag van Bank Mees & Hope bracht bestuursvoorzitter Van Wensveen zijn zorg naar voren dat De Nederlandsche Bank (DNB) mogelijk een kredietrestrictie zal instellen¹. Deze zorg lijkt niet ongegrond. Op 28 maart jongstleden intervenueerde DNB voor het eerst sinds de opbouw van haar obligatieportefeuille actief in de Nederlandse kapitaalmarkt. In april zal met het bankwezen worden overlegd of een kredietrestrictie zal worden ingesteld. Dit zal mede afhangen van de monetaire ontwikkelingen in de eerste maanden van 1989². Uit het jongste *Kwartaalbericht* van DNB blijkt dat de liquiditeitsquote (de binnenlandse liquiditeitenmassa uitgedrukt in procenten van het nationale inkomen) eind 1988 was gestegen tot 49,7 procent. Vergeleken met de liquiditeitsquote ultimo 1987 betekend dit een stijging met ruim 5 procentpunt.

Tabel 1 laat de oorzaken zien. Uit tabel 1 blijkt dat het netto geldscheppend bedrijf van de banken verreweg het grootste deel van de toeneming van de totale binnenlandse liquiditeitenmassa in 1988 voor zijn rekening neemt. Vergeleken met 1987 is het netto geldscheppend bedrijf met bijna f 15 mrd. gestegen. Het nationaal liquiditeitsoverschot bedroeg in 1988 ruim f 8 mrd. Uit de kwartaalcijfers blijkt echter dat het liquiditeitsoverschot een dalende tendens vertoont. Terwijl in het eerste kwartaal nog sprake was van een instroom van bijna f 5 mrd. – wat samenhangt met herstellende buitenlandse belangstelling voor Nederlandse effecten – bedroeg het liquiditeitsoverschot in het vierde kwartaal van 1988 slechts f50 miljoen.

In hoeverre geven deze cijfers aanleiding te verwachten dat DNB binnenkort restrictieve maatregelen zal treffen? Voor de beantwoording van deze vraag is de ontwikkeling van het nationaal liquiditeitsoverschot van cruciaal belang. Deze vormde namelijk destijds ook aanleiding voor de 'beperkte dijkbewaking'³. (Deze 'beperkte dijkbewaking' bestond uit een afspraak tussen DNB en het bankwezen dat, gemeten over 1986 en 1987, de groei van het netto geldscheppend bedrijf per kredietinstelling niet meer dan 11 à 12 procent zou bedragen.) Indien namelijk de groei van het netto geldscheppend bedrijf van het bankwezen voortdurend groter is dan de groei van de trendmatige geldvraag, treedt structurele afvloeiing van liquiditeiten naar het buitenland op (uitgaande van monetair neutrale financiering door de overheid). Het is waarschijnlijk dat hierdoor de wisselkoers vroeg of laat onder druk komt te staan, wat leidt tot een hogere binnenlandse rente. De president van DNB beargumenteerde de informele kredietrestrictie destijds dan ook als volgt: "Het was precies om een stijging van het algemene renteniveau te voorkomen dat de bank begin 1986 het initiatief heeft genomen tot de monetaire afspraak. Toen dreigde – en de ontwikkeling in 1986 heeft de juistheid van deze verwachting helaas bevestigd – een zodanige afvloeiing van kapitaal op gang te komen dat de koers van de gulden onder druk zou komen, hetgeen dwingt tot een hogere geldmarktrente. Een ongeremde voortzetting van deze ontwikkeling zou in de internationale financiële markten twijfel hebben doen ontstaan over het koersbeloop van de gul-

den, mede gevoerd door de relatief grote problemen met de beheersing van de overheidsfinanciën in ons land. Het gevolg van een dergelijke twijfel is verhoging van het algemene renteniveau. De belegger zal zich willen indekken tegen het grote wisselkoersrisico dat hij meent te lopen"⁴. Het effect op de groei van de binnenlandse liquiditeitenmassa van beperking van de binnenlandse liquiditeitscreatie is gering. Door de grote vrijheid van het internationale kapitaalverkeer kunnen binnenlandse geldvragers namelijk uitwijken naar het buitenland⁵.

In hoeverre overtreft de huidige binnenlandse liquiditeitscreatie de groei van de geldvraag die voortvloeit uit de trendmatige reële economische groei, eventueel vermeerderd met op middellange termijn onvermijdbare prijsstijgingen? Deze vraag is niet eenvoudig te beantwoorden. Recente schattingen van de vraag naar liquiditeiten tonen namelijk aan dat de stabiliteit van de geldvraagfunctie is afgenomen⁶. Niettemin lijkt de groei van het netto geldscheppend bedrijf in 1988 aan de ruime kant, zeker indien de liquiditeitsvernietiging ten behoeve van de overheid in de beschouwing wordt betrokken. (Overigens kunnen de liquiditeitscreatie van de overheid en het netto geldscheppend bedrijf van de banken niet geheel los van elkaar worden beschouwd.) Deze ontwikkelingen baren DNB dan ook zorgen. Indien de groei van het netto geldscheppend bedrijf zo hoog blijft, en indien dit inderdaad leidt tot afvloeiing van liquiditeiten, valt te verwachten dat DNB verdere pogingen zal ondernemen om de liquiditeitscreatie door het bankwezen te beperken. Gezien de omvang van de opgebouwde portefeuille van staatsobligaties, lag het voor de hand dat hiertoe eerst het openmarktbeleid in de kapitaalmarkt

Tabel 1. Oorzaken verandering liquiditeitenmassa, 1985-1988 (f mln.)

	1985	1986	1987	1988	1988			
					I	II	III	IV
Liquiditeitscreatie overheid	-1900	800	400	-3400	-2750	1400	-2150	50
Netto geldscheppend bedrijf	10400	10500	4500	19400	4450	4800	3450	6650
– kort bankkrediet	1300	4900	-2900	6700	1800	2500	100	2300
– lang bedrijf	9100	5600	7300	12700	2650	2300	3350	4350
Diversen	-500	2800	-100	1000	-300	1200	0	100
Totale binnenlandse liquiditeitscreatie	8000	14100	4900	17000	1400	7450	1300	6800
Nationaal liquiditeitsoverschot	5800	-8900	3200	8100	4950	600	2500	50
Verandering binnenlandse liq. massa	13800	5200	8000	25000	6350	8050	3800	6850

1. NRC Handelsblad, 21 maart 1989.

2. *Het Financieel Dagblad*, 29 maart 1989.

3. Zie J. de Haan en L.H. Hoogduin, *Accentverschuiving in het monetaire beleid*, ESB, 11 november 1987, blz. 1068-1072. Zie ook: J. de Haan en L.H. Hoogduin (red.), *De gevolgen van financiële innovatie en integratie voor het monetaire beleid*, NIBE, Amsterdam, te verschijnen.

4. W.F. Duisenberg, De rol van het monetaire beleid, *DNB Kwartaalbericht*, 1987, nr. 1, blz. 24.

5. Niettemin is de groei van de binnenlandse liquiditeitenmassa in 1985 en 1988 (respectievelijk 9,5% en 14,4%) aanmerkelijk hoger dan in 1986 en 1987 (respectievelijk 3,3% en 4,9%). Of hieruit de conclusie kan worden getrokken dat er misschien toch nog een beperkte ruimte bestaat voor beheersing van de geldgroei is echter zeer de vraag. In het eerste jaar van de beperkte dijkbewaking overtrof de groei van het netto geldscheppend bedrijf namelijk het aanvankelijk overeengekomen groeipercentage van 5,5 à 6%.

6. E. Sterken e.a., De gevolgen van financiële innovatie in Nederland, in: De Haan en Hoogduin (red.), op. cit.

werd ingezet. De belangrijkste motive-
ring van de introductie van dit nieuwe
instrument is het niet-markconforme
karakter van directe kredietrestricties.
De president van DNB stelde: "... hoe-
wel wij het met het huidige instrument
(directe kredietrestrictie) moeten blijven
doen zolang niet een adequaat nieuw
instrument voorhanden is, willen wij met
dit bezwaar rekening houden. Een pro-
bleem is dan echter, dat er tussen het
wel en niet van kracht zijn van het direc-
te kredietbeheersingsinstrument eigen-
lijk niets is. Met een openmarktbeleid in
de kapitaalmarkt kan daarin enigzins
worden voorzien. De mate waarin kan
van geval tot geval bepaald worden"⁷.
Het idee achter het openmarktbeleid in
de kapitaalmarkt is om door interventies
in de markt voor staatsobligaties een
zodanige rentestructuur te handhaven
of te doen ontstaan, dat banken worden
aangezet tot het aantrekken van addi-
tionele lange passiva. Bij een excessieve
binnenlandse liquiditeitscreatie kan
een vlakke (of zelfs omgekeerde) ren-
testructuur ontstaan. Om de wissel-
koers op peil te houden moet de geld-
marktrente namelijk op een relatief

hoog niveau blijven, terwijl de banken
onvoldoende lange passiva aantrekken
waardoor de lange rente tamelijk laag
blijft. Deze situatie deed zich in 1986
voor. Indien DNB staatsobligaties ver-
koopt geeft ze daarmee een signaal
naar de banken. Indien banken addi-
tionele passiva aantrekken en deze niet
ogenblikkelijk doorlenen, daalt het net-
to geldscheppend bedrijf van het bank-
wezen. Het blijft overigens bij het geven
van een signaal. Blijkens de woorden
van de president van DNB heeft de
Bank niet de intentie om de markt te
overheersen. Duisenberg voegde hier
verder aan toe: "Als er reden voor ingrij-
pen is, dan zullen we, als het ene instru-
ment niet voldoende effect sorteert,
naar andere instrumenten of combina-
ties van instrumenten omkijken"⁸.

In hoeverre openmarktbeleid in de
kapitaalmarkt succes zal hebben, moet
worden afgewacht. Op voorhand rijzen
echter al enkele twijfels over de effecti-
viteit van dit instrument. Ten eerste wa-
ren de banken zich al terdege bewust
van de omvangrijke netto kredietverle-
ning. Of een signaal van DNB hier veel
aan toe voegt, waag ik te betwijfelen.

Ten tweede is het de vraag in hoeverre
individuele banken zich na zo'n signaal
geroepen voelen om hun gedrag te wij-
zigen. Immers, als een aantal banken
besluit om de netto kredietverlening te
beperken, en de andere banken doen
dat niet, ontstaat een concurrentienadeel
voor de banken die hun geld-
scheppend bedrijf aan banden leggen.
Uit het citaat van de president van DNB
blijkt duidelijk dat, indien het open-
marktbeleid in de kapitaalmarkt niet vol-
doende effect resulteert, inzet van an-
dere instrumenten (directe kredietre-
strictie, al dan niet informeel) erg waar-
schijnlijk wordt.

J. de Haan

Economische Faculteit Rijksuniversiteit Gro-
ningen. De auteur dankt drs. L.H. Hoogduin
voor zijn opmerkingen bij een eerder conce-
pt.

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

8. Idem.