

# Monetaria

Een inflatie die naar nul tendeert, een wisselkoers van de gulden die de koers van de Duitse Mark zonder problemen volgt, een dalende en naar internationale maatstaven lage rente – er zijn tijden geweest dat de monetaire ontwikkeling in ons land de monetaire autoriteiten meer zorgen moet hebben gebaard. Toch zijn we nog niet in alle opzichten in het centrale-bankiersparadijs beland, zo valt uit het *Jaarverslag 1985* van De Nederlandsche Bank af te leiden 1). Drie problemen worden in het 'Verslag van de President' in het bijzonder genoemd. Ten eerste de sterke groei van de geldhoeveelheid in de afgelopen jaren, die voedsel kan geven aan een nieuwe ronde van prijsstijgingen. Ten tweede de stormachtige ontwikkelingen op het gebied van het financiële verkeer, die risico's voor de monetaire beheersbaarheid en de soliditeit van het bankwezen in zich kunnen dragen. En ten derde de onevenwichtigheden die de Nederlandse economie nog steeds vertoont, ook al heeft het herstel zich verbreed en is er een redelijk perspectief dat de opgaande lijn kan worden voortgezet.

Sinds 1982 is de geldhoeveelheid in Nederland elk jaar twee à driemaal zo snel gestegen als het nationale inkomen. De nationale liquiditeitsquote is daardoor met ruim 6% punten opgelopen. Deze monetaire verzuiming is door De Nederlandsche Bank aanvaard om het aarzelende herstel niet in gevaar te brengen. De Bank heeft zich daarmee gedistantieerd van het orthodoxe monetarisme, dat immers voorschrijft dat de groei van de geldhoeveelheid de groei van het nationale inkomen niet structureel te boven mag gaan op straffe van inflatie. Het verdwijnen van de inflatie heeft de Bank met dit beleid tot nu toe in het gelijk gesteld. Het gevaar is echter nog niet geweken. Er heeft zich inmiddels een zeer groot monetair bestedingspotentieel in de economie opgehoopt, met name bij het bedrijfsleven. Nu het herstel aan kracht heeft gewonnen en zich hier en daar zowel op de arbeidsmarkt als op goederenmarkten al knelpunten voordoen, zou dit er toe kunnen leiden dat de inflatie weer oploopt en de bereikte resultaten teniet worden gedaan. Om dit gevaar zo klein mogelijk te houden worden de monetaire touwtjes weer aangetrokken. Met het bankwezen is overeengekomen dat de groei van het netto geldscheppende bedrijf in 1986 tot 5½ à 6% zal worden beperkt (d.w.z. slechts de helft van wat het gemiddeld de laatste jaren was). De overheid zal haar begrotingstekort opnieuw neutraal financieren. Per saldo zal de binnenlandse geldcreatie daardoor niet boven de stijging van het nationale inkomen uitgaan. Wanneer dan tevens de kapitaaluitvoer even omvangrijk blijft als in de tweede helft van 1985, zal ook geen liquiditeitscreatie uit buitenlandse bron plaatsvinden. Per saldo gaat van de geldvoorziening dan in elk geval geen inflatoire impuls uit.

Dat wil niet zeggen dat daarmee alle inflatiegevaar geweken is; het monetair instrumentarium alléén is niet bij machte dat te bewerkstelligen. Zeker zo belangrijk is dat de (reële) loonstijgingen niet opnieuw (zoals in de jaren zeventig) de produktiviteitsstijging gaan overtreffen. Voorts zullen de knelpunten in de economie op niet-inflatoire wijze moeten worden weggenomen, d.w.z. door (om)scholing en een zo flexibel mogelijke werking van de arbeidsmarkt wanneer er gebrek is aan vakbekwame arbeidskrachten, en door investeringen wanneer de grenzen van de produktiecapaciteit zijn bereikt. Voor zover het binnen het eigen (binnenlandse) vermogen ligt, moeten aldus de resultaten op het gebied van de prijsbeheersing worden geconsolideerd. Lage inflatie en flexibele marktwerking bieden immers de beste garanties voor duurzame economische groei.

Een tweede onderwerp dat de aandacht van de monetair autoriteiten opeist, zijn de stormachtige ontwikkelingen op de nationale en internationale financiële markten. De creatie van nieuwe financieringsinstrumenten en vernieuwingen van de financiële infrastructuur zijn aan de orde van de dag. Om de positie van Amsterdam als internationaal financieel centrum te behouden en zo mogelijk te versterken zijn ook in ons land stappen gezet naar een vrijwel volledige deregulering van de kapitaalmarkt. „Deze ontwikkelingen, onstuitbaar als zij zijn, zijn intussen niet zonder risico's, noch voor de stabiliteit van het internationale monetair stelsel, noch voor de monetair beheersbaarheid, noch ook voor de zorg voor de soliditeit van het bankwezen”, aldus dr. Duisenberg in het Verslag. Een van de nieuwe mogelijkheden is b.v. dat niet-banken schuldbewijzen aan toonder ('commercial paper') gaan uitgeven die gemakkelijk in vrij beschikbaar geld kunnen worden omgewisseld en dus tot de secundaire-liquiditeitsmassa dienen te

worden gerekend. Dat betekent dat er naast de overheid, het bankwezen en het buitenland een vierde geldscheppende partij bij komt: bedrijven die 'commercial paper' emitteren. Wanneer dit verschijnsel een hoge vlucht zou nemen is het denkbaar dat de monetair beheersbaarheid afneemt. Dat zelfde zou kunnen gebeuren wanneer bedrijven onder invloed van de internationalisatie van de kapitaalmarkt meer kredieten uit het buitenland gaan aantrekken. Een andere ontwikkeling die internationaal gaande is, is de financiële branchevervaging. In toenemende mate passeren grote bedrijven het bankwezen voor het aantrekken van kapitaal en wenden zij zich rechtstreeks tot grote beleggers, b.v. verzekeringsmaatschappijen. In ons land is dat tot nog toe niet toegestaan, maar er is overleg gaande over de vraag in hoeverre het dereguleringsbeleid consequenties moet hebben voor de scheiding tussen het bank- en het verzekeringsbedrijf. Het is duidelijk dat de ontwikkelingen op dit terrein verstreckende consequenties voor de betrokken bedrijfstakken kunnen hebben. Het *Jaarverslag 1985* zwijgt over deze ontwikkelingen als het graf. Wel wordt aangekondigd dat de internationalisatie van het financiële verkeer en de opkomst van vele nieuwe bancaire producten voor De Nederlandsche Bank aanleiding vormen om de jarenlange verslechtering van de vermogensverhoudingen in het bankwezen om te buigen: de minimum solvabiliteitsnormen zullen worden opgetrokken. Het is duidelijk dat er een zekere spanning is tussen deregulering van de kapitaalmarkt enerzijds en verscherping van de eisen c.q. verstraking van het bedrijfseconomische toezicht anderzijds.

Het is de gewoonte dat de president van De Nederlandsche Bank in het *Jaarverslag* ook ingaat op het financieel- en sociaal-economische beleid, hoewel dat niet tot zijn competenties behoort. In het *Jaarverslag 1985* wijst Duisenberg er op dat de Nederlandse economie, ondanks het duidelijke herstel, nog steeds behept blijft met twee grote onevenwichtigheden: de sanering van de overheidsfinanciën is onvoldoende ver gevorderd om in de komende jaren van de overheid veel meer te mogen verwachten dan stug doorgaan met bezuinigen, en de voorziene groei is voorlopig niet toereikend om een bevredigende daling van de werkloosheid te bewerkstelligen. Wat het eerste punt betreft laat Duisenberg zich zeer kritisch uit over het feit dat de ombuigingsinspanningen van de laatste jaren niet volledig aan vermindering van het financieringstekort ten goede zijn gekomen, maar dat zij voor een deel zijn aangewend voor lastenverlichting van de burgers. De prijs die wij voor deze keuze betalen, aldus Duisenberg, zijn al maar stijgende rentelasten. Die noodzaken weer tot extra ombuigingen, zonder dat het tekort afneemt. Zo wordt het bezuinigen een gebed zonder einde.

In de strijd tegen de werkloosheid is een steiler groeipad het belangrijkste – zij het niet het uitsluitende – wapen, aldus Duisenberg. Voortzetting van de investeringsgroei is daarvoor een vereiste. Volgens Duisenberg zal het beslag van de investeringen op het nationale inkomen ten minste tot op het niveau van de jaren zestig moeten terugkeren om het arbeidsaanbod op te vangen en daarnaast nog een daling van de werkloosheid met b.v. 50.000 personen per jaar te bewerkstelligen. De investeringen in outillage bevinden zich thans ongeveer op dat peil, maar de totale investeringen liggen nog altijd aanzienlijk lager. Daarom zijn geluiden dat het winstherstel van bedrijven langzamerhand wel genoeg is voortgeschreden, als zeer kortzichtig te kwalificeren, aldus Duisenberg. Tevens benadrukt hij dat naast investeringen in fysiek kapitaal, ook het investeren in mensen zowel voor groei als voor werkgelegenheid een conditio sine qua non is.

Het monetair beleid kan tot dit alles slechts weinig bijdragen. Dat blijft gericht op een lage inflatie en een sterke positie van de gulden om het vertrouwen van de nationale en internationale investeerders in de Nederlandse economie zo groot mogelijk te houden. Er moet natuurlijk meer gebeuren. Wat precies, dat mag het volgende kabinet uitmaken.

L. van der Geest

1) De Nederlandsche Bank N.V., *Jaarverslag 1985*, Kluwer, Deventer, 1986.