

# Naar een nieuwe monetaire politiek in Nederland?

Het Nederlandse monetaire beleid heeft twee doelstellingen, te weten stabilisatie van de koers van de gulden ten opzichte van de D-mark en prijsstabilisatie. Het eerste doel wordt nagestreefd door middel van het geldmarktbeleid, het tweede door beheersing van de liquiditeitsquote. Ten behoeve van dit laatste is vorig jaar kredietplafonnering ingesteld. In dit artikel wordt een alternatief voor het beleid van De Nederlandsche Bank besproken, te weten het hanteren van indirecte monetaire doelzones. Op basis van eigen onderzoek en van ervaringen die in Zwitserland zijn opgedaan meent de auteur dat dit marktconforme beleid te prefereren is boven het huidige. Hij ziet de recente beslissing van DNB om te komen tot openmarktpolitiek op de kapitaalmarkt als een stap in de goede richting.

## DR. S.C.W. EIJJFINGER\*

Het monetaire beleid in Nederland is te onderscheiden in het kleine en grote monetaire beleid en wordt in de praktijk voornamelijk uitgevoerd door De Nederlandsche Bank (DNB). Het kleine monetaire beleid is gericht op een 'officiële' en een 'officieuze' doelstelling, respectievelijk het handhaven van de relatieve positie van de gulden binnen de interventieband van het Europese Monetaire Stelsel (EMS) en het volgen door de gulden van de Duitse mark. Sedert het midden van de jaren zeventig heeft het kleine monetaire beleid aan belang gewonnen en de afgelopen jaren is het binnen het totale beleid van DNB overheersend geworden. Het grote monetaire beleid is echter van oudsher gericht geweest op het stabiliseren van de nationale liquiditeitsquote, dat is de verhouding tussen de binnenlandse liquiditeitsmassa en het nominaal nationaal inkomen, ten einde de binnenlandse inflatiegraad te beperken. Hoewel de inflatiegraad de laatste jaren vrijwel tot nul is teruggebracht, is de liquiditeitsquote daarentegen niet gedaald en zelfs sterk toegenomen. Aanvankelijk liet DNB deze quote verder stijgen. Later – met ingang van begin 1986 – heeft de Bank vanwege de voortgezette liquiditeitscreatie wederom haar toevlucht genomen tot het instrument van de kredietplafonnering, die werd aangeduid met het eufemisme 'beperkte monetaire dijkbewaking'. Men kan zich afvragen of toepassing van de kredietplafonnering het juiste beleidsmatige antwoord is op monetaire verruiming in een tijd waarin sprake is van ingrijpende structurele veranderingen op de nationale en internationale financiële markten. In het volgende zullen wij op dit vraagstuk nader ingaan en tevens een alternatief voor het huidige grote monetaire beleid bespreken, te weten de indirecte monetaire doelzones 1). Daarbij zullen eveneens de voornaamste tegenargumenten van de zijde van DNB besproken worden, die voor haar aanleiding zijn om op dit voorstel afhoudend te reageren 2).

### Doeleinden

De grondslag voor het monetaire beleid van DNB wordt gevormd door artikel 9, lid 1 van de Bankwet 1948: „De Bank heeft tot taak de waarde van de Nederlandse gelseenheid te reguleren op zodanige wijze als voor 's lands welvaart het meest dienstig is, en daarbij die waarde zo-

veel mogelijk te stabiliseren". Hierbij kan een onderscheid worden gemaakt tussen de interne waarde – prijsstabiliteit – en de externe waarde – wisselkoersstabiliteit. Het grote monetaire beleid tracht door middel van een systeem van directe of indirecte kredietbeheersing de binnenlandse liquiditeitscreatie zodanig te beperken, dat deze overeenkomt met de toeneming van de binnenlandse liquiditeitsbehoefte uit hoofde van de groei van het reële nationaal inkomen, opdat de interne waarde van de gulden stabiel blijft.

Het kleine monetaire beleid probeert door beïnvloeding van de binnenlandse geldmarktrente het betalingsbalanssaldo van de niet-monetaire sectoren met het buitenland binnen zekere grenzen te houden, dan wel te doen neerslaan in het netto buitenlands actief van het bankwezen, ten einde de externe waarde van de gulden te stabiliseren. Dit beleid kent zowel een 'officiële' als een 'officieuze' doelstelling. Enerzijds hebben de monetaire autoriteiten zich door deelname aan het EMS verplicht om de relatieve positie van de gulden binnen een interventieband van 2,25% rondom de centrale positie te houden. Anderzijds wenst de Bank met de gulden de Duitse mark te volgen ten opzichte van andere valuta's in het EMS en de Amerikaanse dollar. Dit laatste impliceert een volkomen stabiele D-markkoers in gulden. Zo'n vaste koers heeft DNB in de jaren tachtig op stringente wijze – meestal zelfs tot op basispunten van de D-markkoers – nagestreefd en ook gerealiseerd. Recent hebben twee Amro-bankiers het zeer nauw volgen van de D-mark door de gulden ter discussie gesteld. Zij menen dat hierdoor de Nederlandse geldmarktrente ten opzichte van de Westduitse in het verleden onnodig hoog is geweest. Immers, het korte rente-écart bedraagt vanaf het begin van 1985 – dus reeds twee en een half jaar – tussen de 1,25 en 1,5% punt. Zij menen dat een dergelijk hoog renteverskil op den duur een verkeerde

\* De auteur is verbonden aan de vakgroep geld-, krediet- en bankwezen van de Katholieke Universiteit Brabant te Tilburg.

1) Dit alternatief wordt theoretisch en empirisch uitgewerkt in mijn dissertatie *Over de beheersbaarheid van de geldhoeveelheid - Een macro-economische analyse voor Nederland*, VU Uitgeverij, Amsterdam, 1986.

2) Een voorbeeld van een dergelijke reactie is die van een onderdirecteur van BND, zie M.M.G. Fase, *Monetaire politiek, ESB*, 11 februari 1987, blz. 154-156.

signaalwerking kan hebben en dat marktgewinning bij een werkelijke zwakte van de gulden een zeer hoog rente-écart zou vereisen.

De bankiers bepleiten dan ook dat DNB ruimer gebruik maakt van de toegestane bandbreedte binnen het EMS en van de mogelijkheid tot relatieve verlaging van de geldmarktrente in sommige periodes, zoals bij voorbeeld in het tweede kwartaal van 1986 3). Ondanks het tot op decimaal volgen van de D-mark door de gulden blijft de Nederlandse geldmarktrente dit jaar nog steeds structureel – in juni 1987 zelfs 1,6% punt – boven de Westduitse liggen. Naar ons oordeel bevat de binnenlandse geldmarktrente een risicopremie ter grootte van het structurele rentever-schil in de korte sfeer, aangezien het écart niet kan worden toegeschreven aan het ontbreken van efficiëntie in de geld- en valutamarkten en derhalve het gevolg moet zijn van het bestaan van onzekerheid in deze markten. Anders gezegd, het positieve verschil van de Nederlandse ten opzichte van de Westduitse korte rente kan voortvloeien uit depreciatieverwachtingen ten aanzien van de D-markkoers in guldens. Hoewel wisselkoersverwachtingen doorslaggevend blijken te zijn voor de werking van het kleine monetaire beleid, bestaat er – ook bij DNB – weinig empirisch gefundeerd inzicht in de vorming van deze verwachtingen 4). Daarom ligt wellicht een genuanceerder klein monetair beleid voor de hand, waarbij kortstondige schommelingen van de D-markkoers, veroorzaakt door verwachtingen, door DNB worden getolereerd en zulke tijdelijke fluctuaties door de valutamarktpartijen zelf weer worden gecorrigeerd.

## Conflicten tussen de doeleinden

Het grote en kleine monetaire beleid onderscheiden zich niet alleen in specifieke doelstelling, maar tevens in beschouwde doelhorizon. Het grote monetaire beleid richt zich op de middellange termijn en het kleine monetaire beleid op de (zeer) korte termijn. De termijn waarop de twee beleidsonderdelen zich afspelen is mede verantwoordelijk geweest voor hun naamgeving. De beide onderdelen verschillen zodanig wat betreft de beoogde doelperiode dat mogelijke conflicten tussen de interne en externe doelstelling zich niet regelmatig behoeven voor te doen. Niettemin zijn er gevallen denkbaar waarin beide doelstellingen tegenstrijdige maatregelen vereisen, omdat vele (zeer) korte termijnen te zamen vanzelfsprekend de middellange termijn vormen. Bij een systeem van indirecte kredietbeheersing, dat evenals het kleine monetaire beleid via de geldmarkt – namelijk de kasliquiditeit der banken – werkt, deed zich in het verleden eerder een conflict tussen de beide doeleinden voor dan in geval van een systeem van directe kredietbeheersing, dat met het centrale instrument – de kredietplafonnering – juist gevolgen heeft voor de kapitaalmarkt. Met behulp van de kredietplafonnering legt DNB een bovengrens op aan de groei van het netto geldscheppend bedrijf van het collectieve bankwezen en dus van de individuele banken. Bij overschrijding van het individuele kredietplafond worden de banken naar de kapitaalmarkt gedreven om de benodigde lange middelen aan te trekken. Vanwege de scherpe scheiding tussen de geld- en kapitaalmarkt in de jaren zeventig konden het grote en kleine monetaire beleid in dat geval langs vrijwel volledig gescheiden wegen hun invloed uitoefenen. Hierdoor bestond er een kleinere kans op een conflict tussen de interne en externe doelstelling, hetgeen door DNB als een groot voordeel van de directe boven de indirecte kredietbeheersing werd en nog steeds wordt gezien 5).

Dit verklaart waarom DNB altijd een sterke voorkeur voor het directe systeem heeft gehad en het indirecte systeem bij een dreigend conflict nooit daadwerkelijk heeft beproefd door een toepassing van de zogenaamde zware fase, die inhield dat de vrije liquiditeitsmarge van het bankwezen nul of zelfs negatief kon worden.

## Instrumenten

Ten einde de doeleinden van het monetaire beleid – prijs- en wisselkoersstabiliteit – te verwezenlijken, heeft DNB de beschikking over een uitgebreid scala van instrumenten, zowel prijs- als hoeveelheidsinstrumenten. Het monetair instrumentarium van de Bank bestaat uit enerzijds indirecte en anderzijds directe instrumenten. Indirecte instrumenten beperken de kredietverlening van het bankwezen door beïnvloeding, dan wel binding van de kasliquiditeit van de banken, terwijl bij directe instrumenten deze kasliquiditeit als zodanig geen rol speelt, maar op rechtstreekse wijze voorschriften worden gegeven voor de kredietverlening van het bankwezen. Een voorbeeld van een direct instrument is de kredietplafonnering of kwantitatieve kredietrestrictie. Indirecte instrumenten zijn bij voorbeeld de kas- en liquiditeitsreserveregelingen, de officiële tarieven (wissel-disconto, promessedisconto en voorschotrente) en rente-opslagen (vast en variabel), het contingent en de overschrijdingszones, de contante valutamarktinterventies, de 'swaps' en speciale beleningen (omvang, tarief en looptijd) van DNB. Ter regulering van de liquiditeitsmassa en liquiditeitsquote heeft de Bank in de afgelopen drie decennia afwisselend de indirecte en directe kredietbeheersing – in verschillende hoedanigheden – toegepast. De indirecte kredietbeheersing maakt slechts gebruik van indirecte instrumenten en grijpt aan bij een monetaire indicator, namelijk de kasliquiditeit der banken. Andere indirecte systemen zijn de indirecte monetaire doelzones, waarbij een doelzone aan een indicator – bij voorbeeld geldmarktruimte of basisgeldhoeveelheid – wordt opgelegd. Daarentegen wordt bij de directe kredietbeheersing tevens één of meer directe instrumenten aangewend en grijpt dit systeem later in het transmissieproces bij een monetaire operationele doelvariabele aan, namelijk de nationale liquiditeitsquote, en niet alleen via de omweg van een indicator. Andere directe systemen zijn de directe monetaire doelzones, die een doelzone voor een operationele doelvariabele – bij voorbeeld M1, M2 of M3 – inhouden 6). Bij de uitvoering van het grote monetaire beleid zijn indirecte systemen om een aantal belangrijke redenen te verkiezen boven directe systemen. Zo verstoren zij de concurrentieverhoudingen in het bankwezen minder, kunnen zij flexibeler worden gehanteerd en zijn zij meer marktconform in de zin dat zij beter aansluiten op de gescheiden verantwoordelijkheden van DNB en het bankwezen.

Daarnaast verdienen de indirecte monetaire doelzones binnen de indirecte systemen de voorkeur vanwege een tweetal argumenten. Deze doelzones hebben een relatief korte aanpassingstijd nodig bij over- of onderschrijding, aangezien indicatoren snel kunnen worden waargenomen en beheerst, en zijn minder gevoelig voor verstoringen ten gevolge van financiële innovaties, omdat indicatoren bestaan uit vorderingen tussen de centrale bank enerzijds en het bankwezen (en publiek) anderzijds en dus rechtstreeks worden beïnvloed door de centrale bank 7).

3) Th.A.J. Meys en E.F. Limburg, *Wisselkoersen in een geïntegreerde financiële wereldmarkt*, in: T. de Vries e.a., *Wisselkoersen in een veranderende wereld*, Preadviezen van de Vereniging voor de Staatshuishoudkunde, Leiden/Antwerpen, 1986, blz. 94-95.

4) Zie bij voorbeeld A. Knoester, *Wisselkoersen en economische politiek*, in: T. de Vries e.a., op cit., blz. 53 en S.C.W. Eijffinger en J.W. in 't Veld, *De relatieve posities van de EMS-valuta's*, Rotterdamse Monetaire Studies, Rotterdam, 1987.

5) Voor de visie van DNB verwijzen wij o.a. naar P.C. Timmerman, *Het kleine monetaire beleid*, in: E. den Dunnen e.a., *Zoeklicht op beleid*, Leiden/Antwerpen, 1981 en E. den Dunnen, *Instrumenten van het geld- en valutamarktbeleid in Nederland*, Serie Bank- en Effectenbedrijf, nr. 21, Deventer, 1985.

6) Een omschrijving van deze begrippen wordt gegeven in Eijffinger, op.cit., blz. 85-95 en 107-112.

7) Zie hiervoor P. Korteweg, *Monetair beleid in Nederland (II)*, *ESB*, 19 november 1980, blz. 1285-1286 en Eijffinger, op.cit., blz. 166-169.

## Indirecte monetaire doelzones

In het volgende gaan wij nader in op de indirecte monetaire doelzones als een alternatief voor het huidige grote monetaire beleid in Nederland. Indirecte monetaire doelzones zijn vooraf (*ex ante*) en publiekelijk bekend gemaakte kwantitatieve normen voor het niveau of de groei van monetaire indicatoren op grond van de door de monetaire autoriteiten gewenste economische ontwikkeling, waarbij een bepaalde afwijking van deze normen wordt toegestaan 8). Hiermee verschaft men aan de economische subjecten – bankwezen en publiek – van te voren een monetair kader ter stabilisering van hun inflatie-, rente- en wisselkoersverwachtingen. De doelzones drukken zodoende de vastberadenheid van de monetaire autoriteiten uit bij het realiseren van de beleidsintenties en geven tevens een middellange-termijnorientatie aan het bankwezen en publiek. Daardoor wordt de onzekerheid op de financiële markten in sterke mate verminderd.

Voorbeelden hiervan in het buitenland zijn de doelzones voor de centrale-bankgeldhoeveelheid ('Zentralbankgeldmenge') in West-Duitsland en voor de netto basisgeldhoeveelheid ('bereinigde Notenbankgeldmenge') in Zwitserland.

Hierbij dient echter de vraag te worden gesteld in welke mate een systeem van indirecte monetaire doelzones verenigbaar is met het kleine monetaire beleid of, anders geformuleerd, in hoeverre het monetaire beleid tegelijkertijd een intern en extern doel kan verwezenlijken. De regel van Tinbergen stelt dat er voor economisch-politieke problemen in principe slechts een simultane oplossing kan worden gevonden indien het aantal onafhankelijke instrumenten even groot is als het aantal vaste doelstellingen. Is het aantal doelstellingen groter dan het aantal instrumenten, dan zullen niet alle doeleinden gelijktijdig kunnen worden verwezenlijkt en zullen sommige moeten worden opgeofferd ten gunste van andere 9). Volgens de regel van Tinbergen moet de bovenstaande vraag dus negatief worden beantwoord in het geval dat het monetaire instrumentarium slechts als één enkel onafhankelijk instrument kan worden opgevat en door de verschillende instrumenten exact dezelfde invloed op de doelstellingen wordt uitgeoefend. Daarentegen is het realistischer om het instrumentarium van DNB te beschouwen als een scala van een aantal (gedeeltelijk) onafhankelijke instrumenten met elk hun specifieke kenmerken 10). In de praktijk kan de Bank door een permanent tekort op de geldmarkt, dus een netto schuldpositie van de banken bij DNB, en het bijzondere karakter van haar geldmarktbeleid op korte termijn zowel de geldmarktrente – de prijs – als de geldmarktruimte – de hoeveelheid – bepalen. Ten aanzien van de kredietfaciliteiten binnen het contingent (disconteringen en voorschotten), de speciale beleningen en de 'swaps' kan DNB zowel de omvang als het tarief voldoende onafhankelijk van elkaar vaststellen. Bovendien kan zij bij de speciale beleningen en 'swaps' eenzijdig de looptijd bepalen en heeft zij daardoor volledige greep op de geldmarkt.

Op grond van het voorafgaande kan aannemelijk worden gemaakt dat indirecte monetaire doelzones zeer wel verenigbaar zouden zijn met het kleine monetaire beleid, indien er sprake is van een gematigd klein monetair beleid. Hieronder wordt verstaan het handhaven van de relatieve positie van de gulden binnen de EMS-interventieband zonder het volledig volgen van de D-mark door de gulden. In dat geval vormen de indirecte monetaire doelzones een realistisch alternatief voor het grote monetaire beleid.

## Empirische onderbouwing

Uit bovenstaande theoretische beschouwing blijkt dat een systeem van indirecte monetaire doelzones niet hoeft te conflicteren met een gematigde vorm van het wisselkoersbeleid, aangezien prijs en hoeveelheid op de geldmarkt op korte termijn min of meer onafhankelijk van el-

kaar kunnen worden vastgesteld en DNB daardoor beschikt over twee voldoende onafhankelijke instrumenten. Op (middel)lange termijn beïnvloeden prijs en hoeveelheid – geldmarktrente en geldmarktruimte – elkaar vanzelfsprekend wel, maar dat is voor het op de (zeer) korte termijn gerichte kleine monetaire beleid minder relevant. De uiteindelijke vraag in hoeverre de interne en externe doelstelling ook daadwerkelijk in Nederland simultaan met ons alternatief kunnen worden verwezenlijkt, is helaas niet te beantwoorden aan de hand van de praktijk van het gevoerde monetaire beleid.

Daarom zal moeten worden nagegaan in welke mate er een empirische onderbouwing gevonden kan worden voor de effectiviteit van indirecte monetaire doelzones onder gelijktijdige handhaving van de relatieve positie van de gulden binnen de EMS-band 11). Een dergelijke probleemstelling lag ten grondslag aan mijn dissertatie en aan het daarin ontwikkelde model voor het Nederlandse monetaire beleid. Het model onderscheidt zich van eerdere modellen voor de monetaire sector in Nederland enerzijds door gebruik te maken van maandcijfers in plaats van kwartaal- of jaarcijfers en hiermee recht te doen aan het (zeer) korte-termijnkarakter van het kleine monetaire beleid, en anderzijds door een volledige endogenisering van het kleine monetaire beleid door middel van een viertal reactiefuncties van de centrale bank. Zodoende wordt rekening gehouden met de voor ons land geldende randvoorwaarden ten gevolge van de deelname aan het EMS en daaruit voortvloeiende interventieverplichting 12). De structuur van het model kan als volgt worden samengevat. Het model is onder te verdelen in drie blokken van vergelijkingen: het basisgeldblok (ook wel geld- en valutamarkt-blok), het geldmultiplicatorblok en het monetaire-beleidsblok. Het basisgeldblok bevat gedragsvergelijkingen voor de binnenlandse geldmarktrente, het netto buitenlands actief van het bankwezen, de relatieve EMS-positie van de gulden en de contante dollarkoers in gulden. Het geldmultiplicatorblok beschrijft vervolgens vergelijkingen voor de geldvraag in ruime zin, de ongeleendekasreservequote, de girale-geldquote en de secundaire-liquiditeitsquote.

Het monetaire-beleidsblok ten slotte bestaat uit reactiefuncties voor het valutamarktbeleid, de speciale beleningen, de 'swaps' en de voorschotrente van de centrale

8) Monetaire indicatoren zijn economische variabelen die de richting en intensiteit van de (potentiële) impulsen van de monetaire instrumenten reflecteren, zoals geldmarktrenten, vrije reserves, kasliquiditeit, geldmarktruimte en basisgeldhoeveelheid.

9) J. Tinbergen, *On the theory of economic policy*, Amsterdam, 1952, blz. 27 e.v.

10) Dit correspondeert met de moderne theorie van de monetaire politiek, waarin de monetaire politiek wordt opgevat als een vector van een aantal onafhankelijke monetaire instrumenten. Zie onder andere T.H. Saving, *Monetary-policy targets and indicators*, *Journal of Political Economy*, 1967, blz. 446-456.

11) Het kwartaalmodel van DNB – MORKMON – is ongeschikt om mogelijke conflicten tussen het kleine en grote monetaire beleid in Nederland te analyseren. In dit model is het instrument van de kredietplafonnering vormgegeven als een – meestal insignificante – dummy. De instrumenten van het geld- en valutamarktbeleid zijn hierin eveneens marginaal gemodelleerd. De valutamarktinterventies worden niet rechtstreeks beïnvloed door de contante D-markkoers in gulden. De 'swaps' beïnvloeden als exogene variabele slechts het netto buitenlands actief van de banken. De belangrijkste geldmarktinstrumenten – de speciale beleningen en het contingent – zijn echter helemaal niet als afzonderlijke variabelen opgenomen. Zie DNB, *MORKMON – een kwartaalmodel voor macro-economische beleidsanalyse*, Deventer, 1984.

12) Voor een uitvoerige theoretische rechtvaardiging van het maandmodel en een gedetailleerde verantwoording van de empirische resultaten wordt verwezen naar Eijffinger, op.cit., blz. 171-342. Het model bouwt wat betreft de structuur voort op het werk van P. Korteweg, P.D. van Loo en A. Knoester. De overeenkomstige gedragsvergelijkingen zijn alle – vaak in sterke mate – geamendeerd vanwege het (zeer) korte-termijnkarakter van het model. Daarnaast is een aantal – nooit eerder gemodelleerde – gedragsvergelijkingen toegevoegd om het kleine monetaire beleid te endogeniseren, bij voorbeeld voor de relatieve EMS-positie van de gulden, de speciale beleningen en de 'swaps'.

bank. Het model wordt gecompleteerd door een aantal definitievergelijkingen, balansgelijkheden en evenwichtsvoorwaarden die ervoor zorgen dat de gedragsvergelijkingen op een consistente wijze het aanpassingsproces voor de betreffende schattingsperiode – januari 1977 (april 1979) tot en met december 1983 – van maand tot maand beschrijven 13). Het model kan gekarakteriseerd worden als een (zeer) korte-termijnmodel voor de valuta-, geld- en kredietmarkt in Nederland en is niet bedoeld om het aanpassingsproces voor de (middel)lange termijn te analyseren. In het model staat de geldmarkt centraal en is een plaats ingeruimd voor tijdelijke (ex ante) onevenwichtigheden op de geldmarkt, die door evenwichtsherstellende krachten in enkele perioden weer ongedaan worden gemaakt. Het evenwichtsmechanisme op de geldmarkt werkt als volgt. Het aanbod van ongeleende reserves van de banken – de geldmarktruimte – wordt bepaald door de autonome factoren op de geldmarkt, het valutamarktbeleid, de speciale beleningen en de 'swaps' van de centrale bank. Dit aanbod bepaalt samen met de voorschotrente en de eventuele rente-opslag van de centrale bank de binnenlandse geldmarktrente. Deze rente beïnvloedt op zijn beurt de vraag naar ongeleende bankreserves, welke mede afhangt van de voorschotrente en de geldmarktrente binnen het EMS. Op de geldmarkt bepaalt het aanbod dus op (zeer) korte termijn via de prijs – de geldmarktrente – de vraag. Daarbij zorgt de geldmarktrente voor evenwicht op deze markt. Vele simulaties met het model tonen aan dat het geldmarktevenwicht ingeval van een kortstondige verbreking, inderdaad na één of twee maanden hersteld 14).

Met behulp van het empirisch model is een uitvoerige beleidsanalyse verricht van de verschillende indirecte systemen voor het grote monetair beleid in Nederland, waarbij expliciet rekening is gehouden met het handhaven van de relatieve positie van de gulden binnen de EMS-interventieband.

Aan de beleidsvarianten met de indirecte monetair doelzones is in deze analyse vormgegeven door tweezijdige randvoorwaarden voor het niveau van de geldmarktruimte respectievelijk de groei van de basisgeldhoeveelheid, welke aan het model bij de simulatie opgelegd werden. Deze doelzones grijpen aan bij de aanbodzijde van de geldmarkt, die door DNB volledig wordt beheerst vanwege een structureel geldmarkttekort, en kunnen worden onderscheiden in enerzijds de netto en geherdefinieerde geldmarktruimtebeheersing en anderzijds de netto en geherdefinieerde basisgeldbeheersing 15). Op basis van de beleidsanalyse konden voor de onderzochte simulatieperiode – juli 1981 tot en met december 1983 – enige opvallende en belangrijke conclusies wat betreft het monetair beleid worden getrokken. Sommige indirecte monetair doelzones – de netto geldmarktruimte – en basisgeldbeheersing – bleken te voldoen als systemen voor het grote monetair beleid zonder dat zij het kleine monetair beleid in gematigde vorm aantastten, terwijl andere – de geherdefinieerde-geldmarktruimte- en basisgeldbeheersing – daarentegen resoluut dienden te worden afgewezen, aangezien deze systemen bij sterke mutaties in het netto buitenlands actief van de banken het kleine monetair beleid konden frustreren. Samenvattend kan worden geconcludeerd dat er op grond van het recente verleden voldoende empirische onderbouwing aanwezig is voor toepassing van bepaalde indirecte monetair doelzones in Nederland, welke niet ten koste gaan van een gematigd klein monetair beleid. In de praktijk zal uiteindelijk de bij deze systemen resulterende onzekerheid op de geld- en valutamarkt doorslaggevend zijn. De laatste jaren tracht DNB de onzekerheid op beide markten te mitigeren door het kleine monetair beleid in zijn meest stringente vorm te hanteren, namelijk door een volledige koppeling van de gulden aan de D-mark. Zoals reeds is opgemerkt heeft de Bank deze onzekerheid niet structureel kunnen verminderen blijkens het stabiele écart tussen de Nederlandse en Westduitse geldmarktrente – tussen 1 en 1,6% punt – in de jaren 1985, 1986 en 1987. Er lijkt sprake te zijn van een structureel ('hard core') renteverskil vanwege een blij-

vende twijfel bij beleggers en speculanten omtrent het grote monetair beleid van DNB, die zich vertaalt in een door hen geëiste risicopremie. Daartegenover beogen indirecte monetair doelzones de geld- en valutamarktonzekerheid op een andere, rechtstreekse wijze terug te brengen door het geven van een monetair kader op (middel)lange termijn en zodoende het structurele rente-écart in de korte sfeer te reduceren.

Uit ervaringen in het buitenland – bij voorbeeld Zwitserland in de jaren tachtig – blijkt ontegenzeggelijk dat indirecte monetair doelzones in een kleine open economie met een gematigde wisselkoersdoelstelling wel degelijk effectief kunnen zijn. Hoewel Zwitserland niet deelneemt aan het EMS, handhaaft de Schweizerische Nationalbank (SNB) toch een stabiele wisselkoers tussen de Zwitserse frank en D-mark. Dit heeft de SNB er niet van weerhouden om vanaf 1980 de jaarlijkse groei van de netto basisgeldhoeveelheid ('bereinigde Notenbankgeldmenge') via doelzones geleidelijk terug te brengen tot 2% en in de jaren tachtig één van de laagste inflatiegraden ter wereld te realiseren 16).

## Eindoordeel

Op basis van zowel econometrisch onderzoek voor Nederland als ervaringen in een kleine open economie als Zwitserland kan worden gesteld dat een bepaalde vorm van indirecte monetair doelzones – bij voorbeeld netto-basisgeldbeheersing – voor het grote monetair beleid in Nederland zeker verenigbaar is met een gematigd klein monetair beleid in de zin van handhaving van de relatieve positie van de gulden binnen de EMS-band. Daarbij zal echter gezocht moeten worden naar, respectievelijk geëxperimenteerd moeten worden met een concrete vorm van deze doelzones, die aansluit op de specifieke institutionele kenmerken van onze financiële markten.

Tot nu toe is alleen aandacht besteed aan het recente verleden, namelijk de eerste helft van de jaren tachtig. Daarnaast kan men zich afvragen in welke mate de huidige en toekomstige ontwikkelingen in het nationale en internationale financiële systeem het argument voor indirecte (vervolg op blz. 1122)

13) Fase poneert dat het maandmodel 'overbepaald' en 'inconsistent' zou zijn, doordat het meer vergelijkingen dan endogene variabelen zou bevatten (Fase, op.cit., blz. 156). In de theoretische onderbouwing is echter aangegeven dat niet alle vergelijkingen van het gepresenteerde model op blz. 335-338 ook bij de simulatie met het empirische model gehanteerd zijn. De vergelijkingen zijn weliswaar theoretisch gespecificeerd, maar voor de oplossing van het empirische model niet noodzakelijk en daaraan kon empirisch geen inhoud worden gegeven door het ontbreken van (adequate) cijfers. In het empirische en dus enige relevante model blijkt het aantal bij de simulatie gebruikte vergelijkingen exact overeen te komen met het aantal ondogene variabelen, zodat er geen sprake kan zijn van een overbepaald model. Bovendien leiden de simulaties met het model slechts tot unieke oplossingen (zie b.v. blz. 327-329), hetgeen bij een overbepaald model nooit het geval zou kunnen zijn. Zie ook R.I. Doerga, *Overbepaaldheid en inconsistentie van modellen*, Tilburg, juni 1987.

14) In dit verband meent Fase een 'fundamentele zwakte' van het model te bespeuren door het volgens hem ontbreken van een evenwichtsmechanisme op de geldmarkt en hij merkt zelfs op dat „vraag en aanbod voor b.v. reserves zich onafhankelijk van elkaar kunnen bewegen” (Fase, op.cit., blz. 156). Een blik op het stroomdiagram voor het model op blz. 291 maakt duidelijk op welke wijze het evenwichtsmechanisme op de geldmarkt werkt en dat vraag en aanbod niet los van elkaar staan.

15) Hierbij betekenen 'netto' en 'geherdefinieerd' dat de geleende reserves van het bankwezen bij de centrale bank van de betreffende indicator afgetrokken worden respectievelijk dat tevens het netto buitenlands actief van de banken bij deze indicator opgeteld wordt. Voor een beschrijving van de beleidsanalyse wordt verwezen naar Eijffinger, op.cit., blz. 366-402.

16) De D-markkoers in Zwitserse franken heeft zich in de laatste vier jaar vrijwel altijd binnen een marge van 0,81 tot 0,84 Zwitserse franken bewogen. Daarnaast kende de netto basisgeldhoeveelheid in Zwitserland een gemiddelde jaarlijkse groei van 3,6% voor 1983, 2,6% voor 1984, 2,2% voor 1985 en 2,0% voor 1986. Zie Schweizerische Nationalbank, *Monatsbericht*, juni 1987, blz. 16 en 30.

(vervolg van blz. 1116)

monetaire doelzones zullen afzakken dan wel versterken. Hierbij kunnen met name een drietal ontwikkelingen op de financiële markten worden beschouwd: deregulering, effectisering en vernieuwing.

Allereerst kan worden ingegaan op de deregulering van de kapitaalmarkt, die in Nederland per 1 januari 1986 een feit werd, en de invloed hiervan op ons financiële systeem. Door de deregulering zullen de demarcatielijnen tussen de geld- en kapitaalmarkt op den duur vervagen en de beide markten geleidelijk in elkaar overvloeien. Het was juist de scherpe scheiding tussen de geld- en kapitaalmarkt in de jaren zestig en zeventig die ten grondslag lag aan een marktverstorend instrument als de kredietplafonnering. Bij het wegvallen van de grenzen tussen beide markten is de directe kredietbeheersing daarom niet meer vol te houden als een systeem dat het stringente kleine monetaire beleid – zoals DNB dat voorstaat – onverlet laat. Immers, de onderlinge vervalting van de geld- en kapitaalmarkt zal leiden tot een grotere invloed van de lange op de korte rente en omgekeerd 17).

Vervolgens kan het verschijnsel van effectisering ('securitization') worden gezien. Dit heeft betrekking op het in toenemende mate verhandelbaar maken van kredieten, zowel op korte als op lange termijn. De verhandelbaarheid beperkt zich niet alleen meer tot obligaties, maar bestrijkt een veel groter domein 18). Door dit verschijnsel zal de mobiliteit van vooral het lange kapitaalverkeer met het buitenland aanmerkelijk toenemen en kan zodoende de instabiliteit van het betalingsbalanssaldo van de niet-monetaire sectoren groter worden. Daardoor zal een volledige koppeling tussen de gulden en D-mark in de toekomst steeds lastiger te handhaven zijn, hetgeen ongetwijfeld de onzekerheid in de geld- en valutamarkt doet toenemen. Het is verstandig om te anticiperen op een toekomstige doorkruising van het kleine monetaire beleid door effectisering. Ten slotte leidt het voortgaande proces van financiële ver-

nieuwing – dat zich in Nederland pas in een beginstadium bevindt – op den duur tot ineffectiviteit van de directe kredietbeheersing, omdat de financiële instellingen een dergelijk systeem vroeger of later zullen trachten te ontwijken. Uiteindelijk laat dit proces in de toekomst slechts ruimte voor indirecte systemen en marktconforme instrumenten 19).

Uitgaande van de huidige monetaire omstandigheden – een sterke stijging van de liquiditeitsquote in een tijdperk van nul procent inflatie of zelfs deflatie bestaat er voor DNB een unieke mogelijkheid om over te gaan op indirecte monetaire doelzones zonder dat er sprake is van een reëel gevaar voor een accelererende inflatie, en zodoende de weg te effenen naar een nieuwe monetaire politiek in de jaren negentig. Blijkens de recente aankondiging en motivering door DNB van de reactivering van het openmarktbeleid door de opbouw van een portefeuille staatsobligaties en van de 'slapende' kasreserveregeling 20) begint ook de centrale bank te beseffen – weliswaar met enige vertraging – dat de 'beperkte monetaire dijkbewaking' op den duur niet te handhaven is en dat voor de toekomst gedacht moet worden aan meer marktconforme instrumenten bij de uitvoering van het grote monetaire beleid.

**S.C.W. Eijffinger**

17) Zie S.C.W. Eijffinger, Government supervision on the financial sector – a comment, in: F.C.J. Bemelman e.a., *Finance, state of the art 1987*, Rotterdam, 1987.

18) Voor een toelichting wordt verwezen naar K. Steel e.a., *Securitatie op de internationale financiële markten*, Rotterdamse Monetaire Studies, Rotterdam, 1986, blz. 5-7.

19) Zie ook M. Quintyn, Over de beheersbaarheid van de geldhoeveelheid, *Maandschrift Economie*, jg. 51, 1987, blz. 244.

20) Zie hiervoor W.F. Duisenberg, *Openmarktbeleid in de kapitaalmarkt*, voordracht op de Dag van het Aandeel, Amsterdam, 29 oktober 1987.