

Olieprijzen en monetaire politiek

PROF. DR. E. J. BOMHOFF*

Op de economische verstoringen die het gevolg waren van de tweede oliecrisis, is in veel westerse landen — waaronder Nederland — gereageerd met een verkrapting van het monetaire beleid. Dit beleid is niet onomstreden omdat het de economische problemen die zijn ontstaan ten gevolge van een aanbodschok nog zou verscherpen door een extra negatieve vraagimpuls. Op 3 april jl. werd in Rotterdam een congres georganiseerd waarin de gevolgen van de olieprijsverhogingen voor de economie en de daarop af te stemmen monetaire politiek centraal stonden. In dit artikel wordt een verslag gedaan van dat congres. Een aantal vooraanstaande monetaristen blijkt niet onverdeeld gelukkig met het huidige restrictieve monetaire beleid.

Inleiding

„Een monetarist is iemand die altijd voor een krap-geldpolitiek pleit, behalve wanneer de monetaire politiek toevallig al restrictief is geworden. Dan waarschuwt hij voor de gevolgen van een onverwacht restrictief beleid”. Deze definitie van de *Wall Street Journal* (hoofdartikel op 23 maart 1981) ging perfect op bij de ééndaagse conferentie die de vakgroep Monetaire Economie van de Erasmus Universiteit eerder deze maand onder voorzitterschap van prof. Korteweg organiseerde over de gevolgen van olieprijsverhogingen voor de economie.

Het waren juist de monetaristen die daar waarschuwden tegen het restrictieve monetaire beleid dat Nederland — in navolging van West-Duitsland — tegenwoordig voert. Vanuit de monetaristische visie is een krap-geldpolitiek een gevaarlijk en verkeerd antwoord op de betalingsbalans-tekorten en op de verzwakking van de wisselkoersen die gevolgd zijn op de tweede oliecrisis van 1979/1980. De politiek die nu in Nederland en Duitsland gevoerd wordt maakt in de woorden van één van de inleiders op de conferentie, dr. Tatom van de Federal Reserve Bank of St. Louis, „een beroerde situatie nog beroerder”. Het zou beter zijn om de economie, die toch al uit het evenwicht geraakt is door de onvoorziene olieprijsstijgingen, niet verder te verstoren door bovenop deze negatieve aanbodschok nog een extra negatieve vraagimpuls te genereren. In plaats daarvan zouden de tekorten op de lopende rekening moeten worden gecompenseerd door kapitaalvoer via het bankwezen. Op die manier kan de binnenlandse geldhoeveelheid in een gelijkmatig tempo blijven groeien, zodat ò de toekomstige inflatie stabiel en voorspelbaar blijft ò er geen extra binnenlandse vraaguitval optreedt. Het handhaven van een historische pariteit voor de gulden zou volgens de monetaristen dit beleid niet in de weg moeten staan. Wanneer onverwachte grote schokken — zoals de olieprijsverhogingen van 1979/1980 — de economie treffen, is de veiligste politiek om de wisselkoers binnen ruime grenzen vrij te laten zodat de markt het nieuwe evenwichtspeil van de wisselkoers kan aangeven.

In dit opstel wil ik proberen de achtergrond van deze twee beleidsaanbevelingen te schetsen, door eerst een overzicht te geven van de inleidingen die op de conferentie werden

gehouden, en daarna een verslag te geven van de discussie die daar toen op volgde. Hoewel men het in de discussie lang niet eens werd over de monetaristische aanbeveling om de geldgroei stabiel te houden en de wisselkoers vrij te laten, was het toch een mijns inziens vruchtbare gedachtenwisseling, omdat er wel een onderliggende consensus bleek te bestaan over de gevolgen van olieprijsverhogingen voor 1. de economische capaciteit, 2. de inflatie en 3. de wisselkoersen. Dat men het vanuit die gemeenschappelijke analyse toch niet eens kon worden over het te voeren beleid, lag mijns inziens vooral aan het feit dat de oliecrisis natuurlijk niet een geïsoleerd fenomeen was, maar werd vergezeld door allerlei andere schokken, waarvan het evenzeer moeilijk is om uit te maken in hoeverre ze tijdelijk of permanent zijn. Nederland en andere westerse landen proberen de investeringen via het overheidsbudget te stimuleren, de collectieve sector in omvang te reduceren, en een inkomenspolitiek te voeren, en al die ontwikkelingen hebben ook consequenties voor het tempo van de economische groei, de inflatie, de betalingsbalans en de wisselkoersen. Er kan dus licht verschil van mening blijven bestaan over de vraag in welke mate nu de olieprijsverhogingen en al deze andere trends verantwoordelijk zijn voor bij voorbeeld een verslechterende lopende rekening of een zwakker wordende wisselkoers, en ook over de vraag of zulke ontwikkelingen tijdelijk of permanent zijn.

Om het risico te vermijden dat economisch nieuws verkeerd wordt geïnterpreteerd, of dat het tijdelijke respectievelijk permanente karakter van een economische schok wordt miskend, pleiten de monetaristen voor stabiele geldgroei en een wisselkoers die door de markt wordt bepaald. Het is niet moeilijk om te bewijzen dat in een wereld zonder onzekerheid en bij perfecte kennis van economische mechanismen zo'n politiek niet optimaal is, en wordt gedomineerd door diverse varianten van „fine tuning”. In een situatie van onzekerheid echter, voorkomt zo'n monetaristische politiek in ieder geval dat de schokken in de reële sfeer nog worden versterkt door een pro-cyclische monetaire politiek. Dat over de merites van zo'n politiek verschillend werd gedacht op

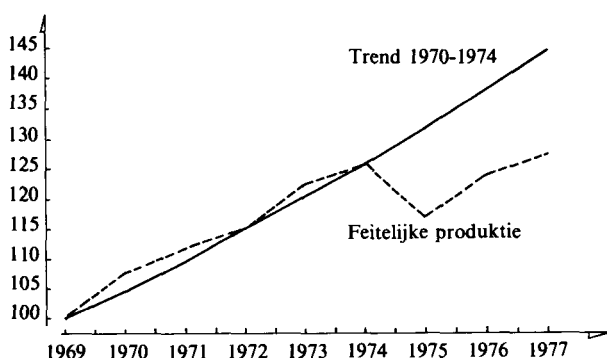
*Hoogleraar monetaire economie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

de conferentie, zal nog blijken; eerst geef ik — zoals beloofd — een overzicht van de inhoud van de drie papers die in de ochtendzitting aan de orde kwamen.

Olieprijzen en economische capaciteit

Het eerste preadvies van de conferentie „Energy prices, economic performance and monetary policy”, was van de hand van John A. Tatom, als econoom verbonden aan de Federal Reserve Bank van St. Louis in de Verenigde Staten. Dr. Tatom was bij mijn weten de eerste die in 1977 een cruciaal verschil signaleerde tussen de manier waarop westerse economieën zich herstelden van de recessie van 1974/1975 en de opwaartse fase van de conjunctuurcyclus na eerdere recessies 1). Het normale patroon uit het verleden was dat het verlies aan produktie dat tijdens een recessie optrad in de periode daarna weer werd goedgeemaakt, zodat de economie uiteindelijk op het oude groeipad terugkeerde. Na de recessie van 1974/1975 gebeurde dat niet. Zowel in de Verenigde Staten als in Nederland bleef de produktie zo'n 5% beneden een geëxtrapoleerde trend uit het verleden (zie de figuur).

Figuur. Industriële produktie (1969= 100)



Bron: *Macro Economische Verkenning*, 1978, blz. 62.

Tatom legde uit dat ten gevolge van de stijging van de energieprijzen een deel van de economische capaciteit definitief was verouderd, en dat daarom niet mocht worden verwacht dat de economie zich tot op de oude trend zou herstellen. Zijn analyse werd aanvankelijk lang niet algemeen gedeeld. Het Centraal Planbureau schreef bij voorbeeld in de *Macro Economische Verkenning 1978* (blz. 63): „De industriële produktie heeft zich nog steeds niet hersteld van de terugval opgetreden in 1975”. Degenen die zo'n herstel nog verwachtten en niet begrepen waarom het in de praktijk niet optrad, pleitten in die dagen voor vraagstimulering om het economisch herstel te stimuleren. Er moest immers een grote overcapaciteit bestaan en dan kon nominale vraagstimulering veilig worden toegepast. Intussen is wel gebleken dat zo'n reflatie-marge niet bestond in 1976/1977 en dat pogingen om via nominale stimulering de economische groei te bevorderen — zoals bij voorbeeld in de Verenigde Staten — tot hogere inflatie leidden.

Tatoms analyse is inmiddels gemeengoed geworden; men neemt nu vrij algemeen aan dat ten gevolge van de olieprijschok van 1973/1974 de economische capaciteit met ongeveer 4 à 5% daalde, hetgeen ook betekent dat de trend uit eerdere jaren niet zonder meer geëxtrapoleerd mag worden. De hogere prijzen voor energie leidden tot een geringer energieverbruik in het bedrijfsleven, waardoor ook het marginaal produkt van de andere produktiefactoren, kapitaal en arbeid, noodzakelijkerwijs afnam. Tatom veronderstelt dat op de wat langere duur het reële loon daalt, om zo de beloning van de produktiefactor arbeid weer in overeenstemming te brengen met de verminderende produktiviteit. Bij de produktiefactor kapitaal ligt dat volgens hem moeilijker,

omdat de producenten van investeringsgoederen er niet in zullen slagen om hun machines voortaan tegen lagere prijzen aan te bieden. Als de prijs van kapitaal zich niet kan aanpassen, moet de verminderde produktiviteit van het kapitaal neerslaan in een lager niveau van de gewenste kapitaal-goederenvoorraad. Tatom neemt daarom aan dat in de overgangsfase enige jaren lang minder zal worden geïnvesteerd. Berekeningen in zijn paper illustreren dit mechanisme voor zeven westerse landen waaronder Nederland.

Zoals prof. Van der Zwan opmerkte in zijn commentaar op het paper van Tatom, zijn deze berekeningen echter niet meer dan illustraties, en zeker geen definitief bewijs, vanwege de bekende moeilijkheden bij het empirisch schatten van produktiefuncties en omdat Tatom maar over beperkt statistisch materiaal voor een korte periode beschikte. Voor Nederland vindt Tatom dat de eerste oliecrisis tot een permanent verlies van ongeveer 6% in de industriële capaciteit moet hebben geleid. Hij besluit zijn paper met erop te wijzen dat in de meeste landen dit permanente verlies aan produktiecapaciteit optrad in een periode van onverwacht restrictieve monetaire politiek, zodat de permanente gevolgen van de oliecrisis samenvielen met de tijdelijke gevolgen van een negatieve vraagimpuls. Thans zien we met name in West-Duitsland en in mindere mate in Nederland, een zelfde beeld: een aan de groei van de primaire liquiditeitsmassa gemeten krap monetair beleid creëert negatieve vraagimpulsen voor de private sector, terwijl die juist bezig is zich aan te passen aan de gevolgen van de tweede oliecrisis. In de woorden van Tatom: „Een complicatie voor de monetaire politiek, zowel in 1974 als in 1979/1980 was dat de geldgroei in de periode juist vóór de olieprijsverhogingen in meeste landen hoog was. Enige vertraging in het groeitempo van de geldhoeveelheid viel dus te verwachten, maar jammer genoeg sloeg zowel in 1974 als 1979/1980 de monetaire politiek in de zeven onderzochte landen om tot zeer restrictief. Als gevolg daarvan kwamen bovenop het permanente verlies aan produktie en produktiviteit vanwege de energieprijzen nog eens tijdelijke verliezen ten gevolge van een neerwaartse conjunctuur”.

Olieprijzen en inflatie?

Terwijl onvoorziene fluctuaties in de monetaire politiek belangrijke gevolgen voor de economische conjunctuur hebben, is de trend van de geldgroei de hoofddeterminant van de inflatie. Dat was de boodschap van het tweede preadvies op de conferentie, van de hand van prof. Michael Parkin verbonden aan de Universiteit van Western Ontario in Canada.

Zijn studie „Oil push inflation?” vormde een teleurstelling voor zijn officiële commentator, prof. Driehuis uit Amsterdam en voor een ieder die meent dat een zo belangrijk maatschappelijk fenomeen als de inflatie toch zeker recht heeft op ten minste honderd verklarende factoren en duizend nuances daarvan. In de monetaristische visie is — zoals bekend — de geldgroei per eenheid produkt de voornaamste determinant van de inflatie en kunnen de 99 overige factoren alleen operatief zijn voor zover ze op het proces van het geldaanbod invloed hebben.

Parkin geeft in zijn paper een chronologie van geldgroei en inflatie voor 7 OECD-landen en laat zien hoe het gepostuleerde verband tussen geldgroei en inflatie op de middellange termijn inderdaad aanwezig is. De in het algemeen hoge geldgroei in het begin van de zeventiger jaren leidde onvermijdelijk tot hoge inflatie in het midden van het afgelopen decennium, en de olieprijsverhogingen van 1973/1974 voegden daar alleen een tijdelijk extra effect op het prijspeil aan toe.

1) Zie *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, mei/juni 1977.

Parkin onderstreept zijn betoog met de volgende twee constatering.

1. Het is niet waar dat in die landen waar geïmporteerde olie het grootste deel van het energieverbruik uitmaakt, de inflatie ook het meest steeg met de eerste oliecrisis.
2. Evenmin is het waar dat in die landen die het meest afhankelijk waren van geïmporteerde olie de trendmatige inflatie over de langere periode 1975/1978 het meest gestegen was boven de inflatie in de periode 1970/1973.

Ook de mate waarin de OECD-landen de accijnzen op benzine en andere energiedragers verhoogden blijkt wel gevolgen te hebben voor het prijspeil, maar niet van belang te zijn voor de inflatie op wat langere termijn. Veranderingen in energieprijzen hebben dus alleen tijdelijke gevolgen voor het prijspeil; de trend van de inflatie moet volgens Parkin worden verklaard uit de lange-termijnontwikkelingen in de geldgroei.

Olieprijzen en wisselkoersen

Het laatste preadvies dat op de conferentie aan de orde kwam was getiteld: „Exchange rate variability and monetary policy under rational expectations” en handelde over de gevolgen van olieprijsverhogingen voor de wisselkoersen. In deze studie ontwikkelen Pieter Korteweg en ikzelf een theoretisch model waarin verschillende onvoorziene schokken, zoals monetaire impulsen, veranderingen in de overheidsbestedingen, en olieprijsverhogingen, gevolgen kunnen hebben voor zowel de nominale als de reële (voor inflatieverschillen gecorrigeerde) bilaterale wisselkoersen. Als een economische schok gevolgen heeft voor de reële wisselkoers, betekent dat dus dat er afwijkingen optreden van koopkrachtpariteit tussen de verschillende valuta's. Korteweg en ik menen dat dit inderdaad het geval is — en nog sterker — dat zulke afwijkingen van de koopkrachtpariteit van meer dan tijdelijke aard kunnen zijn. Wij zien de wisselkoers niet als de relatieve prijs van goederen uit verschillende landen, maar in de eerste plaats als de relatieve prijs van de geldsoorten. Een gulden is dan een klein aandeel in de NV „Nederland”, een Duitse Mark een aandeel in de NV „Duitsland”. Wanneer onvoorziene economisch nieuws de toekomstperspectieven van de NV „Nederland” anders beïnvloedt dan die van de NV „Duitsland”, moet dat volgens ons neerslaan in de relatieve prijsverhouding van die twee aandelen, dus in de wisselkoers tussen de gulden en de Dmark. Onze studie geeft berekeningen over de periode 1973/1979 die inderdaad laten zien dat bij voorbeeld een onvoorziene verhoging van de olieprijs nogal verschillend inwerkt op de Westeuropese economieën. Een onvoorziene verhoging van zeg 10% in de olieprijs, heeft volgens ons ongeveer de volgende effecten op de nominale wisselkoersen:

Gulden/dollar:	+ 0,4%
Dmark/dollar:	+ 1,7%
Zwitserse franc/dollar:	+ 1,2%
Franse franc/dollar:	+ 0,6%
Lire/dollar:	+ 0,6%
Pond Sterling/dollar:	+ 0,8%

Alle zes Europese valuta's depreciëren ten opzichte van de Amerikaanse dollar, maar de Dmark depreciert meer dan bij voorbeeld de gulden, de Franse franc en het Engelse pond. De verschillen in uitkomsten kunnen afhangen van de afhankelijkheid van geïmporteerde energie, en ook van het succes van de nationale energiepolitiek in de verschillende landen. Als een zelfde externe schok inderdaad leidt tot verschillende depreciaties ten opzichte van de dollar, volgt daaruit dat olieprijsstijgingen ook het Europese Monetair Stelsel onder spanning zetten. Dit geldt dan niet alleen voor veranderingen in energieprijzen, maar ook bij voorbeeld voor veranderingen in de Amerikaanse inflatie. Aangezien de Dmark en de Zwitserse franc meer in trek zijn als substituuft voor de dollar dan bij voorbeeld de gulden en de lire, betekent een versnelling van de Amerikaanse inflatie een appre-

ciatie van de mark en de Zwitserse franc ten opzichte van de overige Europese valuta's. Omgekeerd zullen bij gunstige inflatienieuws uit de Verenigde Staten de mark en de Zwitserse franc meer terrein verliezen dan andere valuta's.

Ons onderzoek leidt tot de volgende twee conclusies:

1. onvoorziene economisch nieuws over bij voorbeeld de olieprijsen of de Amerikaanse inflatie heeft langdurige gevolgen voor de reële wisselkoersen tussen de Europese valuta's;
2. wisselkoersen hangen niet alleen af van inflatieverschillen, die nog wel enige tijd van te voren kunnen worden voorspeld, en betrekkelijk langzaam veranderen, maar ook van onvoorziene economisch nieuws. Dat maakt het riskant om te lang vast te houden aan pariteiten die werden vastgesteld voordat dit nieuws (b.v. de tweede oliecrisis) bekend werd: „Externe gebeurtenissen kunnen spanning veroorzaken binnen de EMS die verkeerd zal worden geïnterpreteerd wanneer men meent dat verschillen in inflatievoeten tussen landen de enige oorzaak kunnen zijn van veranderingen in wisselkoersen. Verschillende economische schokken — sommige van tijdelijke aard, andere permanent — kunnen tegelijkertijd optreden en dat maakt het nog moeilijker om hun respectievelijke effecten van elkaar te onderscheiden. In een situatie van zo grote onzekerheid kunnen pogingen om de wisselkoersen toch te blijven fixeren gemakkelijk uitlopen op een kostbare vergissing”.

Het officiële commentaar op onze studie kwam van prof. Patrick Minford van de Universiteit van Liverpool. Prof. Minford wees op twee nog onopgeloste vragen met betrekking tot het gedrag van korte rentestanden op de Eurovalutamarkt, en de invloed van die rentes op de wisselkoersen:

1. kunnen reële (= voor inflatie gecorrigeerde) rentestanden op bijvoorbeeld Euromarken en Eurodollars blijvend van elkaar verschillen, of zijn er toch economische mechanismen die ervoor zorgen dat op de wat langere termijn de reële rente voor alle valuta's hetzelfde is?
2. worden verschillen in economische en politieke risico's tussen landen geheel gereflecteerd in de rentes op de Eurovalutamarkt, of zijn er bovendien systematische verschillen tussen verwachte en feitelijke toekomstige wisselkoersen, zodat speculanten ook langs die weg een vergoeding voor risico's ontvangen? De huidige periode van zwevende wisselkoersen is nog te kort om op die vragen een definitief antwoord te geven, en daar komt nog bij dat het beeld vertroebeld wordt door voortdurende pogingen van de centrale banken om via interventies de wisselkoersen te beïnvloeden.

De paneldiscussie

Een substantiële verhoging van de olieprijs heeft de volgende gevolgen voor een economie die geheel afhankelijk is van geïmporteerde energie:

1. de ruilvoet verslechtert, zodat een deel van de productie in plaats van op de binnenlandse op de buitenlandse markt moet worden georiënteerd;
2. er treden veranderingen op in omvang en aard van de gewenste investeringen;
3. het reële loon zal moeten dalen wil de werkgelegenheid gehandhaafd blijven;
4. er zullen veranderingen optreden in de reële wisselkoersen, niet alleen tegenover OPEC- maar ook binnen de OECD-landen, waarvan sommige gevoeliger zijn voor prijsverhogingen in geïmporteerde energie dan andere.

De processen 1 t/m 4 zijn opnieuw aan de orde vanwege de belangrijke olieprijsverhogingen van 1979/1980. Intussen ontwikkelde de monetaire politiek zich als volgt (zie de tabel).

Vooral in de Bondsrepubliek constateren we een zeer significante afname in het groeitempo van de geldhoeveelheid. Kennelijk worden de tekorten op de lopende rekening van

Tabel. Groeitempo geldhoeveelheid (M1) in procenten per jaar

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Nederland	17,7	7,4	3,1	18,8	11,8	14,4	5,3	2,7	4,2
West-Duitsland ..	13,7	5,3	5,9	14,1	10,0	9,6	13,6	6,9	2,4

Bron: IMF, *International Financial Statistics*.

de betalingsbalans niet of niet voldoende gecompenseerd door instroom via de kapitaalrekening of een toename van de binnenlandse kredietverlening. De Nederlandse autoriteiten hebben de koerswijziging in het Duitse monetaire beleid gevolgd, en zijn daarmee tegelijkertijd met het begin van de tweede serie olieprijsverhogingen omgeschakeld van een betrekkelijk ruim naar een betrekkelijk krap monetair beleid. Door het beleid zo met dat van de Bundesbank te synchroniseren kon de gulden-markkoers gehandhaafd blijven. De belangrijkste vraag voor het panel op de olieprijsconferentie was of de gevoerde monetaire politiek het meest geschikte antwoord vormde op de verhogingen van de olieprijsen.

Ad 1. Dr. H. J. Witteveen wees erop dat — tijdelijke — tekorten op de lopende rekening onvermijdelijk zijn. De OPEC-landen zijn niet geïnteresseerd in een revaluatie van hun valuta, maar willen hun economieën voorbereiden op de tijd dat de olieschatten in hun bodem uitgeput zullen zijn. Daarom zullen ze zowel kapitaalgoederen willen importeren als beleggen in de OECD-landen. Er zijn wel re- en devaluaties vereist tussen de OECD-landen onderling, maar tegenover OPEC moeten de tekorten op de lopende rekening tijdelijk worden geaccepteerd. Wanneer de westerse landen gezamenlijk toch proberen om die tekorten geforceerd weg te werken via een krachtige binnenlandse deflationaire politiek, leidt dat alleen maar tot een wereldrecessie. Beter is het wanneer de tekorten op de lopende rekening worden geaccepteerd, en het internationale bankwezen en het IMF meehelpen aan de financiering daarvan. Nu is er — zoals drs. P. Stek, directeur binnenlands geldwezen van het Ministerie van Financiën opmerkte — geen automatisch mechanisme dat garandeert dat voor elk OECD-land de tekorten op de lopende rekening precies worden gecompenseerd door kapitaalimport uit de OPEC-landen. Tekorten kunnen optreden op de totale betalingsbalans der niet-monetaire sectoren, en de vraag is hoe de monetaire autoriteiten daarop moeten reageren, door wisselkoersaanpassingen, of door kapitaalimport van het bankwezen en/of de overheid. De discussie daarover komt onder 4 aan de orde.

Ad 2. Omvang en aard van de investeringen worden zozeer bepaald in de reële sector, dat niet van de monetaire politiek kan worden verlangd dat die daar een sturende invloed op heeft. Wel kan een pro-cyclische monetaire politiek het aanpassingsmechanisme bemoeilijken en een ongunstig investeringsklimaat scheppen. Zoals Tatom opmerkte: „Met monetaire politiek kun je niets positiefs in de reële sector bereiken, maar een verkeerde monetaire politiek kan een beroerde situatie nog beroerder maken”. In de discussie werden nog een paar aanvullingen gegeven op wat Tatom 's morgens al had gezegd over de gevolgen van olieprijsverhogingen voor de investeringen. Hij had erop gewezen dat bij een hogere relatieve prijs van energie een lager energieverbruik hoort, derhalve een lager marginaal produkt van kapitaal en dus ook een geringere omvang van de gewenste kapitaalgoederenvoorraad. Om die te bereiken, zullen de geaggregeerde investeringen tijdens een overgangperiode lager zijn dan voorheen. Dr. Witteveen voegde daaraan toe dat niet alleen de omvang maar ook de aard van de investeringen zal veranderen. De hogere relatieve prijs van energie maakt nieuwe vormen van energiewinning economisch aantrekkelijk (winning van gas en olie uit de Noordzee). Bovendien treden verschuivingen in de finale vraag op, bij voorbeeld van grote perso-

nenauto's naar openbaar vervoer, en dat moet ook leiden tot veranderingen in het investeringspakket. Al deze noodzakelijke aanpassingen worden volgens de monetaristen in het panel belemmerd wanneer een onverwacht deflationaire monetaire politiek de conjunctuur extra verslechtert en de reële rente tijdelijk hoog maakt. Terwijl dus van het monetaire beleid niet meer mag worden verwacht dan dat het geen schade berokkent aan het investeringsklimaat, kan de fiscale politiek wel een positieve invloed op de investeringen uitoefenen. De heer D. J. Piliero van Chevron Nederland drong aan op lagere belastingen en andere maatregelen die de besparingen kunnen bevorderen. Parkin drong eveneens aan op lagere effectieve belastingvoeten voor de bedrijven. Zijn voorstel zou zijn om de vennootschapsbelasting geheel af te schaffen, omdat uiteindelijk bedrijven niet belast kunnen worden maar alleen individuen, en in het geval van de vennootschapsbelasting zijn dat de toekomstige pensioentrekkers die over hun pensioen toch al inkomstenbelasting moeten betalen. Witteveen wees erop dat lagere belastingen voor het bedrijfsleven samen zouden kunnen gaan met een vermindering van de subsidies aan zwakke bedrijven. Hij herinnerde eraan dat in Nederland de spaarquote van 15% in 1968 tot 10% nu gedaald is, en dat het dus bijzonder dringend is om besparingen weer te bevorderen. De economische prikkels om te sparen, te investeren en te produceren moeten weer hersteld worden. Al het praten over de sterkste schouders die maar weer de zwaarste lasten moeten dragen, heeft wat dat betreft geen goed gedaan. De economische positie van Nederland kan alleen blijvend verbeteren wanneer veranderingen in de belastingtarieven en zo nodig een grotere ongelijkheid in de inkomens het weer aantrekkelijker maken om risico's te nemen en te produceren. Witteveen zou wensen dat meer Nederlandse economen de moed konden opbrengen om dat ook duidelijk te zeggen.

Ad 3. Veranderingen in de prijzen van geïmporteerde energie hebben ook onvermijdelijke gevolgen voor de arbeidsmarkt. De totale werkgelegenheid kan alleen gehandhaafd blijven wanneer het reële loon daalt om zo de beloning van arbeid weer in overeenstemming met het gedaalde marginaal produkt van arbeid te brengen. Bovendien treden verschuivingen op tussen de werkgelegenheid in verschillende sectoren. Prof. Brian Griffiths van de City Universiteit in Londen herinnerde er nog eens aan hoe moeilijk de hedendaagse arbeidsmarkt functioneert. Hoe kan een werkloze het zich bij voorbeeld permitteren om te verhuizen uit zijn zwaar gesubsidieerde huurwoning in Glasgow wanneer er jarenlange wachtlijsten voor huisvesting zijn in alle gebieden waar wel werk is? Om nog enige mobiliteit op de arbeidsmarkt te bereiken, moeten werkgevers in sectoren die wel een goede toekomst hebben in staat kunnen zijn om hogere lonen te bieden. Daarom is het volgens Griffiths zo gevaarlijk wanneer de regering probeert om via een geleide loonpolitiek de bestaande inkomensstructuur voor langere tijd te fixeren. Zolang een inkomenspolitiek van kracht is wordt het aangewezen mechanisme dat kan zorgen voor mobiliteit op de arbeidsmarkt buiten werking gesteld. Daarbij komt nog dat de ervaring leert dat een wat langer volgehouden inkomenspolitiek meestal eindigt met een loonexplosie die de aanzet kan vormen van een nieuwe inflatiegolf. Om die redenen zagen Griffiths en Parkin geen enkele nuttige functie voor een inkomenspolitiek. Niet alle leden van het panel dachten daar zo over. Prof. J. Weitenberg (onderdirecteur van het Centraal Planbureau) wees erop dat in ieder geval de fout van de eerste oliecrisis moet worden vermeden, toen de schok werd geabsorbeerd in de winstinkomens in plaats van de reële lonen. Een — tijdelijke — inkomenspolitiek kan zijns inziens een bijdrage leveren om de winstinkomens te beschermen. Ook maakt de hogere reële prijs van energie het onvermijdelijk dat op de langere termijn veel meer energie wordt bespaard. Daarom pleitte Weitenberg voor een grotere inspanning op het gebied van speur- en ontwikkelingswerk, en voor een beleid op het gebied van het onderwijs en de arbeidsmarkt waardoor Nederland ook op de lange termijn kan blijven concurreren.

ren. Drs. Stek was nog het meest positief over de mogelijkheden van een inkomenspolitiek. Hij meende dat die in Nederland al gunstige effecten begon te krijgen, en hoopte op een zó grote daling in de reële lonen, dat de winstinkomens weer tot op het vroegere niveau konden worden hersteld. Niet alleen de reële lonen, maar ook de overheidsbestedingen zouden nog belangrijk verder moeten worden teruggebracht.

Ad 4. Gezien de consequenties van de tweede oliecrisis voor a. de lopende rekening, b. de investeringen en c. de arbeidsmarkt, hoe hoog scoort dan het feitelijke Nederlandse monetaire en wisselkoersbeleid, en is er een realistisch alternatief? Drs. Stek verdedigde het huidige beleid en kreeg daarbij analytische steun vanuit de zaal van dr. M. W. Holtrop — president van de Nederlandsche Bank van 1945 tot 1967. In de door Holtrop ontwikkelde classificatie is een stijging van de energieprijzen niet de bron van een fundamentele onevenwichtigheid maar een in wezen tijdelijk probleem. Daarbij past dan niet een devaluatie van de munteenheid, maar wel een tijdelijk lagere geldgroei die automatisch kan worden bereikt door de tekorten op de lopende rekening te laten inwerken op de geldhoeveelheid. De daardoor veroorzaakte tijdelijke binnenlandse deflatie herstelt het evenwicht. Drs. Stek voegde daar nog aan toe dat het zijns inziens te riskant is om een tekort op de lopende rekening te compenseren met extra binnenlandse kredietuitbreiding. Dat zou het tekort alleen maar groter maken en het vertrouwen in de valuta aantasten. In samenhang met een restrictieve monetaire politiek zou — zoals reeds gesignaleerd — volgens Stek een krachtige inkomenspolitiek moeten worden gevoerd. Witteveen meende dat de huidige hoge reële rentestanden laten zien dat de monetaire politiek óf te krachtig is geweest óf te weinig is gecombineerd met inkomenspolitiek en verlaging van de overheidsbestedingen. Hij was overigens bepaald optimistisch over de toekomstige ontwikkeling van vraag en aanbod op de oliemarkt en citeerde een voorspelling van Morgan Guaranty dat voorlopig geen verdere stijgingen in de reële olieprijs voorzien hoeven te worden en dat het surplus van de OPEC-landen in een jaar of vier zal verdwijnen. Witteveen pleitte voor een zekere mate van restrictief beleid in Nederland, omdat wij vanwege het aardgas toch nooit een tekort op de lopende rekening hadden mogen ontwikkelen. Het tekort is een teken van een te ruime politiek in het verleden, zodat nu een beperking van de vraag geboden is. Zowel Witteveen als Weitenberg signaleerden dat hogere reële rentestanden in de OECD-landen ook hoge kosten met zich brengen voor de ontwikkelingslanden. Rente en aflossing op buitenlandse kredieten is volgens Witteveen

voor sommige ontwikkelingslanden al een even zware last als de import van energie.

De monetaristen in het panel (gastheer Korteweg, Griffiths en Parkin) vroegen zich af of niet een deel van de aanpassingen kon lopen via de wisselkoersen, waardoor het mogelijk wordt dat de geldgroei ondanks de olieprijsverhogingen constant wordt gehouden. Korteweg benadrukte dat de oliecrisis aanpassingen in de reële wisselkoersen noodzakelijk maakt, en dat die aanpassingen pijnlijker zullen zijn wanneer de monetaire autoriteiten de nominale wisselkoersen fixeren, zoals bij voorbeeld in het kader van de EMS wordt geprobeerd. Immers, bij vaste nominale koersen kan een land alleen reëel depreciëren door de inflatie te verlagen, en dat betekent in de praktijk een deflatoir beleid dat gepaard gaat met verlies aan productie en stijgende werkloosheid. Parkin pleitte nog eens voor een geldgroeieregels — gecombineerd met zwevende wisselkoersen — omdat zo'n monetair beleid tenminste de binnenlandse inflatie stabiliseert en dat is volgens hem het enige doel dat de monetaire autoriteiten met kans op succes kunnen nastreven. De olieprijsverhogingen dwingen belangrijke reële aanpassingen af maar die moeten op zo goed mogelijk werkende markten in de reële sector geëffectueerd worden. Korteweg betoogde dat in de Nederlandse situatie een stabiele geldgroei zou kunnen worden bereikt door uitbreiding van de „netto buitenlands passief”-positie van het bankwezen, iets wat trouwens in feite in Nederland na de tweede oliecrisis ook gebeurd is. Hij benadrukte daarbij dat het op deze manier lenen in het buitenland niet te lang mag duren. Uiteindelijk dient de betalingsbalans in evenwicht te komen door meer goederen en diensten i.p.v. schuldtitels aan de OPEC-landen te verkopen. De in het buitenland geleende gelden moeten volgens hem dan ook niet gebruikt worden om de financieringstekorten van de overheid te dekken maar om de investeringen van het bedrijfsleven te financieren.

In een korte dagsluiting constateerde prof. Griffiths dat we wel weten hoe we moeten handelen, maar het toch niet doen. Hij vroeg zich af of men de economische politiek wel kon discussiëren los van de onderliggende normen — of eigenlijk de afwezigheid daarvan — in de westerse beschaving. Het leek hem onwaarschijnlijk dat de monetaire autoriteiten wel een geldgroeieregels zouden kunnen naleven, terwijl in de wereld om hen heen zoveel andere regels steeds meer worden verwaarloosd. Voorzitter Korteweg besloot om het lot van de westerse beschaving maar niet meer ter discussie te stellen, en daarmee diende de vraag van Griffiths meteen als afsluiting van een nuttige en boeiende discussie.

Eduard J. Bomhoff