

Over aanpassingsprocessen en monetair beleid

Beschouwingen n.a.v. het Jaarverslag
van De Nederlandsche Bank over 1981

PROF. DR. W. EIZENGA*

In het jaarverslag van De Nederlandsche Bank over 1981 wordt opnieuw zorg uitgesproken over de explosieve ontwikkeling van de collectieve uitgaven gedurende de laatste jaren. Hoewel achtereenvolgende kabinetten de noodzaak van bezuinigingen beleden, traden bij de tenuitvoerlegging van het ombuigingsbeleid ernstige vertragingen op. De auteur van dit artikel bespreekt het financieel-economische beleid in het licht van wat daarover door De Nederlandsche Bank wordt opgemerkt. Tevens besteedt hij aandacht aan het monetaire beleid, waarbij wordt ingegaan op de discussie over de mate van monetaire financiering van het overheidstekort en op de betekenis van de hoge Amerikaanse rente voor de Nederlandse kapitaalmarkt. De auteur komt tot de conclusie dat aanpassingsprocessen in de economie slechts met grote vertraging plaatsvinden.

Inleiding

Elk jaar ziet met het verschijnen van het Jaarverslag van De Nederlandsche Bank een gewichtig document het licht. Dit geldt zeker ook voor het verslag over 1981. Enerzijds wordt op uitdagende wijze een diagnose van de economische ontwikkeling in Nederland gegeven. Anderzijds wordt het beleid van De Nederlandsche Bank uiteengezet en van achtergronden voorzien. In zekere zin kan zelfs van een polemisch schriftuur worden gesproken. Een aantal discussiepunten ter zake van het beleid van de Bank wordt aan de orde gesteld en van kritisch commentaar voorzien.

Het zal niet toevallig zijn dat de nieuwe president, dr. W. Duisenberg, in het Algemeen Overzicht van zijn eerste jaarverslag refereert aan het ombuigingsbeleid sinds 1975. Aan de tekening van de bepaald ongunstige ontwikkeling van de investeringen, de rendementen en de eigen vermogenspositie van het bedrijfsleven, het reële beschikbare inkomen van de modale werknemer en het financieringstekort van de overheid gedurende de laatste twee jaar voegt hij toe: „Dit beeld is de droeve getuigenis van het verzuim om in daden om te zetten, wat sinds 1975 wordt beleden en ook in steeds bredere kring als noodzakelijk wordt erkend. Zonder uitzondering erkennen de grote maatschappelijke groeperingen in ons land de noodzaak tot herstel van de marktsector en, mede met het oog daarop, tot het ombuigen van de explosieve ontwikkeling van de collectieve uitgaven”.

Het was immers de toenmalige minister van Financiën, dr. W. Duisenberg, die in het „Woord vooraf” van de *Miljoenennota 1976*, verschenen in 1975, een eerste aanzet gaf om te komen tot een ombuiging van de collectieve uitgaven, ten einde de lasten van het bedrijfsleven te verminderen. Deze eerste aanzet kan worden gezien als een belangrijke schakel in het economisch aanpassingsproces dat sinds het begin van de jaren zeventig actueel is. Het gaat hier om een problematiek die al jaren speelt en het is derhalve ook wel begrijpelijk dat de discussie daarover door een zeker ongeduld wordt gekenmerkt. Mede daarom moge het dienstig zijn de hoofdlijnen van de recente economisch-politieke problematiek weer te geven. In dat kader zal blijken dat in de voorgeschiedenis van de beleidsombuigingen een drietal vertragingen duidelijk zichtbaar wordt 1).

Een drietal vertragingen in het ombuigingsproces

Reeds in het begin van de jaren zeventig heeft het Centraal Planbureau cijfers gepubliceerd, waaruit werd geconcludeerd dat de rendementspositie van het Nederlandse bedrijfsleven verslechterde. Tevens werden de consequenties daarvan voor de ontwikkeling van de productie en werkgelegenheid in het licht gesteld. Gedurende een aantal jaren is hierop nauwelijks met maatregelen gereageerd. Zulks vloeide vooral voort uit de veronderstelling waarvan men uitging, namelijk dat de oorzaak hiervan van conjuncturele aard zou zijn en een dergelijke daling van de werkgelegenheid zonder al te veel moeite en politieke pijn met keynesiaanse middelen zou kunnen worden bestreden. Een belangrijke bijdrage tot de destijds gevoerde gedachtenwisseling ter verklaring van de bestaande werkloosheid werd in 1974 gegeven door Den Hartog en Tjan in hun bekende studie *Investeren, lonen, prijzen en arbeidsplaatsen*. Zij concluderen dat de destijds toenemende werkloosheid niet alleen haar oorzaak vond in de teruggang van de (internationale) conjunctuur, maar tevens voor een niet-onaanzienlijk deel in de hoge arbeidskosten (inclusief sociale premies). De auteurs onderstrepen dan ook de noodzaak van een belangrijke matiging van de reële loonkostenstijging gedurende een aantal jaren. Het zal duidelijk zijn dat deze diagnose politiek gezien om een uiterst moeilijke ingreep vraagt. De toenmalige regering bleek hiervoor pas ontvankelijk te zijn onder invloed van de sterke stijging van de werkloosheid in de jaren 1974 en 1975. Hier ontmoeten wij de eerste vertraging. Het is goed zich te realiseren hoe groot de tijdsverschillen zijn tussen het constateren van een nieuw verschijnsel en het aanvaarden van een andere diagnose als basis voor beleid.

Vervolgens verloopt er weer enige tijd voordat deze diagnose is vertaald in een economisch-politiek bezuinigingskader, en daarmee wordt de tweede vertraging gesignaleerd. In de hiervoor reeds genoemde *Miljoenennota 1976* van

*De auteur is als hoogleraar verbonden aan de Rijksuniversiteit Leiden.

1) W. Eizenga, *De „Dutch disease”*, Bondsspaarbanken, februari 1979.

minister Duisenberg is sprake van een duidelijke erkenning van de zogenaamde arbeidskostenhypothese ter verklaring van de teruggang van de werkgelegenheid. Gesteld wordt dat een groter en groeiend deel van de werkloosheid in belangrijke mate wordt beïnvloed door de stijging van de reële arbeidskosten. „Voor de bestrijding van deze zogenaamde structurele werkloosheid biedt een bestedingsimpuls (...) geen oplossing”. Aan deze diagnose wordt een eerste aanzet voor een kader van beleidsombuigingen toegevoegd, ten einde een zekere beperking van de groei van de collectieve sector te verkrijgen, de zogenaamde 1%-norm.

De derde vertraging betreft de invulling van het hier bedoelde bezuinigingskader. Pas in juni 1976 maakt de regering een aantal maatregelen bekend om tot een afremming van de groei van de collectieve uitgaven te komen. Deze maatregelen worden evenwel slechts zeer ten dele ingevuld voordat het kabinet demissionair wordt.

Het zou mij te ver voeren om een volledige geschiedschrijving te geven van de latere bijstellingen van de beleidskaders en de invulling daarvan te geven. Ik moge constateren dat nu meer dan 10 jaar zijn verstreken sinds het Centraal Planbureau ons alarmeerde met betrekking tot het teruglopen van de bedrijfsrendementen.

Intussen hebben wij ervaren van welke moeizame procedures in deze sprake is. Bezuinigingen met het doel de groei van de belastingen en sociale premies als percentage van het nationale inkomen af te remmen, raken gevestigde machtsposities in hun aspiratie en perspectieven. In de westerse samenleving van vandaag zijn op velerlei terreinen organisaties tot ontwikkeling gekomen die streven naar de behartiging van groepsbelangen, welke zich veelal verzetten tegen binnenlandse aanpassingsprocessen, voor zover deze met inkomensdaling gepaard gaan. Met andere woorden: naast en tegenover het parlement en de daarin vertegenwoordigende groeperingen heeft zich een aantal belangengroeperingen ontwikkeld, die een stuk macht opeisen, zulks ten koste van de overheid 2).

Dit probleem doet zich nog te sterker voor onder omstandigheden dat de groeivoet van de productie tot nul is gederd. Net zoals in vele andere westerse landen worstelt Nederland thans met wat Thurow noemt „the zero-sum game” 3). „The problem of zero-sum games is that the essence of problem solving is loss allocation. But that is precisely what our political process is least capable of doing. When there are economic games to be allocated, our political process can allocate them. When there are large economic losses, our political process is paralyzed. And with political paralysis comes economic paralysis”.

Met dit alles wil niet gezegd zijn dat de overheid geen maatregelen heeft getroffen. Het jaarverslag heeft hiervoor open oog: „Zonder twijfel zijn in de afgelopen jaren talrijke, vaak pijnlijke maatregelen genomen, maar veelal te laat en te gering van omvang, terwijl voorts bijna evenveel maatregelen zijn genomen om de pijn van de ombuigingen op korte termijn te verzachten”. En het verslag vervolgt: „Het ombuigingsbeleid sinds 1975 (...) is grotendeels mislukt omdat ombuigingen veelal werden „begeleid” door aanvullend beleid ter bestrijding van de gevolgen voor de werkloosheid op korte termijn”.

Ook de teleurstellende ontwikkeling van het financieringsstekort van de overheid wordt in dit perspectief geplaatst: „Peil en tempo van verslechtering van het financieringsstekort weerspiegelen onmacht om orde op zaken te stellen”. Geven wij nu aandacht aan dit laatste onderwerp.

Over het financieringsstekort van de overheid

Tekenend voor de hierboven genoemde „politieke onmacht” is de sterke stijging van dit financieringsstekort als percentage van het nationaal inkomen van 3,8 in 1977 tot ongeveer 8,5 in 1981, of zelfs 9 wanneer rekening wordt gehouden met het door de overheid gegarandeerde beslag op

de kapitaalmarkt, vooral ten behoeve van de bouw van woningwetwoningen, zulks ondanks goede voornemens om tot een aanzienlijke reductie van dit tekort te komen. Het is daarom des te frapperender dat onder deze omstandigheden van verschillende zijden voorstellen worden gedaan om het aanpassingsproces te vergemakkelijken door:

- a) de beoogde reductie van het tekort uit te stellen of zelfs het tekort tijdelijk nog verder op te laten lopen;
- b) de onderhavige problematiek te verlichten door een grotere mate van monetaire, dat wil zeggen inflatoire financiering van de overheid toe te laten.

Het jaarverslag betreft beide voorstellen in de beschouwing.

De reductie van het financieringsstekort

Het financieringsstekort van de overheid kan op drie manieren worden gedekt. In de eerste plaats kan de overheid een beroep doen op de kapitaalmarkt. In dit geval is sprake van neutrale financiering. Ook kan de overheid korte middelen aantrekken, met name van het bankwezen, of lenen in het buitenland. In deze laatste gevallen is sprake van monetaire financiering; de liquiditeitsmassa neemt daardoor namelijk toe.

Het jaarverslag laat er geen twijfel over bestaan dat de onder de huidige omstandigheden aanwezige onevenwichtigheden, in casu het omvangrijke financieringsstekort van de overheid, in rentetermen aan de samenleving in rekening moeten worden gebracht. Men zou kunnen stellen dat dit qualitate qua als de taak van De Nederlandsche Bank, als executeur krachtens de economisch-politieke spelregels, kan worden beschouwd. Aldus wordt een randvoorwaarde aan het economisch proces gesteld, waardoor prikkels kunnen ontstaan om tot een aanpassing der disposities te komen. De wenselijkheid van de bedoelde rentestijging moet immers daarin worden gezien dat deze de binnenlandse bestedingen, zowel als het aanbod van besparingen uit het buitenland kan beïnvloeden, zodat meer evenwichtige ontwikkelingen op de kapitaalmarkt ontstaan.

Normaliter wordt zulks, waar het betreft de kredietstellingen, gerealiseerd via een kredietrestrictiebeleid ex artikel 22 van de Wet toezicht kredietwezen. Omdat de kredietruimte per eind april 1981 5% onder de afgesproken kredietnorm bleef, werd tijdens het in juni gevoerde tussentijdse overleg tussen De Nederlandsche Bank en de representatieve organisaties overeengekomen de toen bestaande kredietrestrictieregeling gedurende het tweede halfjaar van 1981 op te schorten. Eind december werd besloten deze te beëindigen. Dit laat vanzelfsprekend onverlet de wenselijkheid om aanzienlijke onevenwichtigheden op het overheidsbudget via rentestijging tot uitdrukking te brengen.

In het kader van dit beleidsalternatief voor de monetaire autoriteiten maken wij drie kanttekeningen:

1. er is op langere termijn gezien in Nederland nog steeds sprake van een nationaal besparingstekort. Uit het feit dat over 1981 een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans van f. 8 mrd. bestaat, terwijl over 1980 nog een tekort bestond van bijna f. 5 mrd., mag niet worden geconcludeerd dat het besparingstekort nu tot het verleden behoort. Het huidige overschot heeft nagenoeg geheel betrekking op het goederenverkeer buiten de energiesector, met name in de volumesfeer. Tegenover een exportstijging van 4,5% staat een importdaling van 4,5%. Dit laatste houdt nauw verband met onze stagnerende economie. In de eerste plaats zij daarbij gewezen op het verder teruglopen van de investeringen. Volgens het *Centraal Economisch Plan 1982* zijn de netto investeringen van bedrijven in vaste activa zelfs het

2) L. H. Klaassen en W. Eizenga, Enkele gedachten over de grenzen van de macht van de overheid, *ESB*, 18 mei 1977.

3) Lester C. Thurow, *The zero-sum society*, New York, 1980, blz. 12.

nulpunt genaderd. In de tweede plaats werd in 1981 mede onder invloed van de gestegen rentekosten fors op voorraad ingeteerd. De stijging van het exportvolume illustreert dat het matigingsbeleid inzake de loonkosten haar effect op de betalingsbalans niet mist. Vooral sinds 1980 zijn de loonkosten per eenheid produkt in de verwerkende industrie, uitgedrukt in dollars, duidelijk minder gestegen dan in concurrerende landen. Daarnaast hebben ook de hogere opbrengsten van het aardgas een bijdrage geleverd tot het overschot op de betalingsbalans. Wanneer wij ons echter een situatie voorstellen waarin de investeringen zich op een niveau zouden bewegen dat vereist is voor het realiseren van de sociaal-economische doeleinden van beleid, met name betreffende een bevredigend niveau van produktie en werkgelegenheid, dan zouden er goede gronden aanwezig zijn om op langere termijn van een tekort aan besparingen te spreken. Onder dergelijke omstandigheden zou een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans mogen worden verwacht. Het jaarverslag merkt in deze op: „De ontwrichtende gevolgen van het sterk opgelopen financieringstekort zullen echter pas goed duidelijk en zichtbaar worden als de economie aantrekt, als productiecapaciteit beschikbaar moet zijn om aan de toegenomen vraag te kunnen voldoen, als het bedrijfsleven een verhoogde activiteit ook moet trachten te financieren uit diezelfde kapitaalmarkt en als onze nationale besparingen dan onvoldoende zullen blijken om het herstel van onze economie mogelijk te maken”.

Dit alles betekent vanzelfsprekend dat uit het bestaan van het overschot op de betalingsbalans niet mag worden geconcludeerd dat er ruimte zou zijn voor een opvoeren van consumptieve bestedingen;

2. het bovenstaande kan niet impliceren dat met behulp van monetair beleid de vereiste aanpassingen volledig worden verkregen. In het jaarverslag van De Nederlandsche Bank over 1980 spreekt de toenmalige president dr. J. Zijlstra, zich hierover duidelijk uit: „Algemeen en financieel evenwichtsherstel kan weliswaar niet alleen door de monetaire politiek tot stand worden gebracht, maar een zeer wezenlijke bijdrage kan door dit beleid wel worden geleverd”. Dit verklaart ook waarom de jaarverslagen van De Nederlandsche Bank zich uitvoerig bezighouden met noodzakelijke maatregelen buiten het monetaire terrein, zoals dat van het overheidsbudget of van vernieuwing van het productieapparaat vereist voor een adequate export, waarvoor het benodigde instrumentarium De Nederlandsche Bank niet ter beschikking staat. In het voorgaande bleek dat het beleid van De Nederlandsche Bank „slechts” inspeelt op rentegevoeligheid van marktpartijen. In dit kader blijkt de overheid tot nu toe weinig gevoelig te zijn. Een en ander impliceert intussen dat eventuele zorgen over de hoge rente in de Nederlandse economie dienen te worden vertaald in zorgen over de onevenwichtigheden in het economisch proces, waaronder het te omvangrijke financieringstekort van de overheid in verhouding tot de beschikbare besparingen;

3. het is in het afwegingsproces van beleidsalternatieven gewenst ook de kosten te betrekken. Het is dan ook bijzonder verhelderend dat het jaarverslag zich bij het beschouwen van het voorstel betreffende het uitstel van de tekortreductie of het tijdelijk verder uitrekken van het tekort niet beperkt tot het op zich zelf honorabele argument dat de noodzakelijke ombuigingen in de toekomst nog veel pijnlijker zullen zijn. Het is van het grootste belang daarbij ook de toenemende rentelasten in ogenschouw te nemen. Vóór 1979 bleken de bruto rentelasten van het rijk als percentage van het nationaal inkomen nog 1,9 te bedragen, in 1982 zal dit percentage tot 3,5 stijgen. In de toekomst zullen de bruto rentelasten bij ongewijzigd beleid nog drastisch toenemen. Zo betekent een financieringstekort ten bedrage van 10% van het nationale inkomen bij een rentevoet van meer dan 10%, een jaarlijkse stijging van de rentelasten in de orde van grootte van 1% van het nationaal inkomen. Dit brengt met zich dat andere overheidstaken in aanzienlijke mate worden teruggedrongen, en het gebouw van inkomen en sociale zekerheid nog verder aan erosie onderhevig zal zijn. Het economisch-politieke

keuze probleem in de toekomst zal daarmee nog aanzienlijk worden verzaamd.

Monetaire financiering van de overheid

Met het voorgaande is in wezen het alternatief van een grotere inflatoire financiering afgewezen. Dit neemt intussen niet weg dat monetaire financiering van het overheidstekort niet onder alle omstandigheden onaanvaardbaar is. Discussies over financiering leiden uiteindelijk naar artikel 9, lid 1, van de Bankwet van 1948: „De (Nederlandsche) Bank heeft tot taak de waarde van de Nederlandse geldeenheid te reguleren op zodanige wijze als voor 's lands welvaart het meest dienstig is, en daarbij die waarde zoveel mogelijk te stabiliseren”. Op grond van dit artikel kan voor De Nederlandsche Bank een dubbele taak worden onderkend: enerzijds dient zij het gebruik van bovenmatige inflatoire financieringsmiddelen te verhinderen, anderzijds dient zij op te treden als „lender in last resort”.

Volgens het Algemeen Overzicht in het jaarverslag van De Nederlandsche Bank over 1956, waaraan wij deze dubbele taak ontleen, kan de gedragslijn, die zij vanuit dit laatste gezichtspunt beschouwd dient te volgen, onder bepaalde omstandigheden met haar eerstgenoemde taak in botsing brengen. „Daarom dient de Bank bij haar kredietgeving grote voorzichtigheid te betrachten en kan zij niet verder gaan dan het verlenen van een slechts tijdelijke krediethulp. Nimmer mag zij zelf een bron van duurzame inflatoire financiering vormen”.

In het licht van de functie van „lender in last resort” moet bij voorbeeld het financieringsarrangement tussen De Nederlandsche Bank en het Ministerie van Financiën worden gezien. Het biedt de schatkist namelijk de mogelijkheid om een tijdelijke behoefte aan middelen te dekken via een beroep op De Nederlandsche Bank. Dit arrangement betreft een zuiver technische geldmarktregeling, welke haar zin ontleent aan de verkrapting van de geldmarkt gedurende de zomermaanden, zulks ten gevolge van opvragingen van bankbiljetten en aankoop van vreemde valuta bij banken. Daardoor wordt het de schatkist mogelijk gemaakt om vooruitlopend op de belastingontvangsten de reeds gecumuleerde middelen te lenen. Echter, en hier citeren wij het jaarverslag over 1981: „Gemiddeld, over de jaren heen, dient het tekort van de overheid ex ante niet uit te gaan boven het structurele besparingsoverschot van de private sector. Het rijk zal het begrotingstekort in beginsel neutraal dienen te financieren. In geen geval echter kan monetaire financiering gerechtvaardigd worden door structureel uit de hand lopende financieringstekorten, omdat aldus de ontsporing in de tekortontwikkeling wordt gevolgd door een ontsporing in de wijze van financiering”. Omdat het omvangrijke financieringstekort in hoofdzaak een structureel karakter heeft, zou het monetaire beleid dan immers accommoderen, in plaats van „in ombuigende zin” beïnvloeden.

Deze overwegingen lagen ook ten grondslag aan de brief van de directie, d.d. 18 december 1980, van De Nederlandsche Bank aan de minister van Financiën waarin deze haar bezorgdheid uit over het feit dat gedurende het jaar 1980 de overheid een beroep op liquiditeiten had gedaan gelijk aan de totale voor het binnenland aanvaardbare liquiditeitencreatie. Op grond daarvan drong De Nederlandsche Bank er bij de minister op aan dat het rijk haar monetaire financiering een bedrag van f. 2,5 mrd. niet te boven zou doen gaan. De overheid blijkt zich — aldus het onderhavige jaarverslag — ruimschoots aan dit verzoek te hebben gehouden. In dit kader zij vermeld dat de minister van Financiën De Nederlandsche Bank heeft laten weten zijn beleid voor 1982 te zullen richten op een monetaire financiering van het rijk die wezenlijk lager zou zijn dan het voor 1981 overeengekomen maximum bedrag van f. 2,5 mrd. en op het elimineren van monetaire financiering in 1983.

Intussen kan men zich afvragen waardoor pleidooien voor een omvangrijker monetaire financiering worden geïnspireerd. Het jaarverslag noemt twee motieven. Enerzijds zou

kunnen worden gedacht aan een gebrek aan andere financieringsmiddelen. Echter, het rijk kan indien zij bereid is de daartoe vereiste prijs te betalen, ieder gewenst bedrag op de kapitaalmarkt lenen. Anderzijds zouden kostenoverwegingen daaraan ten grondslag kunnen liggen. Daarbij zou dan moeten worden uitgegaan van de veronderstelling dat monetaire financiering goedkoper is dan lenen op de kapitaalmarkt. In dit kader wordt blijkbaar gedacht aan een rechtstreeks beroep op De Nederlandsche Bank, eventueel in de vorm van een renteloze lening. Het jaarverslag stelt echter duidelijk in het licht dat monetaire of inflatoire financiering voor de overheid nooit gratis is. Immers, de winst van De Nederlandsche Bank daalt overeenkomstig de bespaarde rente. En aangezien deze winst vrijwel geheel wordt uitgekeerd aan het rijk, betaalt uiteindelijk de schatkist zelf deze rentesubsidie. Bij de kostenafweging van de twee alternatieven: lenen op de kapitaalmarkt en monetaire (inflatoire) financiering, weegt — aldus het jaarverslag — echter „de ondermijning van het internationaal nog steeds bestaande vertrouwen dat de gulden op een solide leest blijft geschoeid”, als inherent dominerend nadeel van monetaire financiering bepaald zeer zwaar. Zulks alleen al ten gevolge van de gekozen techniek van financiering, welke zou verraden dat Nederland niet meer in staat, respectievelijk niet meer bereid zou zijn de gulden te verdedigen. „Ondermijning van dit vertrouwen zou het einde betekenen van ons, vergeleken met andere landen, lage renteniveau en zou pas waarlijk de rentekosten voor overheid en bedrijfsleven opdrijven”, aldus het jaarverslag. Dit laatste zou nodig zijn om reeds aanwezig kapitaal vast te houden of om nieuwe middelen in het buitenland te kunnen aantrekken.

De Amerikaanse rentevoet

Intussen vormt de Nederlandse geld- en kapitaalmarkt slechts een klein onderdeel van het grote geheel van dergelijke onderling nauw verbonden markten in verschillende landen ter wereld. Vandaar ook dat het voor een klein land als Nederland met een zeer open economie van groot belang is een sterke valuta te handhaven. De Nederlandse geld- en kapitaalmarkt is immers sterk onderhevig aan veranderingen in voorkeuren van internationale beleggers. In dit kader merkt het jaarverslag op: „In Europa bestaat een wijdverbreide neiging de schuld voor de hoge rentestanden in Amerikaanse schoenen te schuiven. Hoewel zeker kritiek op de dosering van het Amerikaanse begrotingsbeleid, respectievelijk monetaire beleid, gerechtvaardigd lijkt, alsmede op de Amerikaanse opvatting dat de koers van de dollar geheel aan de marktkrachten kan worden overgelaten, dient Europa ook de hand in eigen boezem te steken”.

Bij deze uitspraak zou ik de volgende kanttekeningen willen maken:

1. met betrekking tot de coördinatie van budget- en monetair beleid kan hier dezelfde opmerking worden gemaakt die voor Nederland in het voorgaande naar voren kwam. Ook het Amerikaanse begrotingsbeleid is sterk onderhevig aan het „spel” van belangengroeperingen. Daarnaast zij in dat kader het zogenaamde „Accord” van 1951 tussen het Federal Reserve System en de Treasury in herinnering gebracht. Dit „Accord” maakte een einde aan de verplichting van de FED „to support the issuing rates on Treasury refunding and new money financing” 4). Daarmee herkeeg de FED de vrijheid om naar eigen inzichten, dus onafhankelijk van de Treasury, maar mede op basis van de budgettaire situatie een beleid te voeren gericht op het realiseren van de gestelde doeleinden van beleid. Dit wordt in recente jaren wel zeer duidelijk!

2. met betrekking tot de gebruikte instrumenten van monetair beleid kan worden opgemerkt dat in tegenstelling tot Nederland, waar een direct kredietrestrictiebeleid wordt gevoerd, in de VS van een indirecte kredietbeheersing wordt gebruik gemaakt. Dit wil zeggen dat in de VS niet een plafond wordt geïntroduceerd met betrekking tot de toegestane

kredietverlening, maar dat de FED via een beleidsmatige vergroting of verkleining van de door de banken aangehouden kasreserve de omvang van de middelen beschikbaar voor kredietverlening reguleert. De gedachte komt wel naar voren dat een indirect kredietrestrictiebeleid de rente verder opstuwt dan bij een directe wijze van kredietbeheersing het geval zou zijn. Degenen die deze mening zijn toegedaan, plaatsen dit argument wel als kritisch commentaar bij het monetaire beleid dat in de VS wordt gevoerd. Overigens was dit ook de voornaamste grond voor De Nederlandsche Bank om in 1977 na enkele jaren gebruik te hebben gemaakt van een indirect kredietbeheersingsbeleid weer naar het directe systeem terug te keren;

3. in de recente pleidooien om te komen tot een meer van de VS onafhankelijk rentebeleid van de EMS-landen komt niet zelden onvoldoende tot uitdrukking dat bepaald niet van een uniform rentebeleid van deze EMS-landen zelf kan worden gesproken. In het jaarverslag lezen wij: „De op alle landen van het Europese Monetaire Stelsel (EMS) uitgeoefende zuigkracht van de dollarente vermag niet te verklaren, waarom verschillen in renteniveaus tussen EMS-landen onderling tot meer dan 6 procentpunten kunnen oplopen. Hieraan is de interne zwakte van economische ontwikkeling en beleid binnen Europa zelf debet”. Met andere woorden: om zulks te kunnen realiseren zou een coördinatie van beleid binnen de EMS-landen een eerste vereiste zijn. „Als dat in de praktijk niet gebeurt, komt dat omdat een aantal lidstaten de eigen ontwikkeling steeds minder beheerst en omdat men niet kan coördineren wat men niet beheerst”, aldus merkt het verslag puntig op.

Daarnaast moet worden geconcludeerd dat de beleidsdoel-einden van de VS, welke door de EMS-landen worden erkend, in sommige opzichten duidelijk afwijken van die vereist om de duurzaamheid van de EMS te verzekeren. „Zij (de VS, WE) stellen dat een op inflatiebestrijding en economisch herstel gericht binnenlands beleid op den duur vanzelf in externe stabiliteit resulteert”. Hier blijkt duidelijk sprake te zijn van een verschil in visie, dat vermoedelijk is terug te voeren tot een verschil in traditie (Europese landen hebben nu eenmaal in veel sterkere mate dan de VS een „welfare state”-traditie) en een verschil in economische structuur (de VS vormt een continent met een relatief lage importquote).

Slotbeschouwing

Evenals in vorige jaarverslagen van De Nederlandsche Bank wordt in het „Algemeen Overzicht” van het verslag over 1981 duidelijk in het licht gesteld dat het grote accent op het monetaire beleid in onze jaren nauw verband houdt met de toegenomen onmacht van de overheden in de westelijke wereld om op adequate wijze een budgetbeleid te voeren. Dientengevolge wordt het aanpassingsproces ten einde te komen tot een categoriale inkomensherverdeling ten gunste van het bedrijfsleven en ten koste van de overheid en de particuliere sector, sterk vertraagd. Daarbij komt nog dat de coördinatie van beleid binnen de groep van EMS-landen en tussen deze groep en de VS onvoldoende moet worden genoemd om een gunstiger (rente-)klimaat te creëren voor een toename van de investeringen.

Economische aanpassingsprocessen in onze tijd blijven een aangelegenheid van lange duur. Hopelijk zullen de hoge kosten van de in deze beschouwingen gesignaleerde vertragingen een rechtvaardiging kunnen vinden in het feit dat ook een maatschappelijk en politiek leerproces tijd vraagt!

W. Eizenga

4) The New York Clearing House Association, *The Federal Reserve re-examined*, New York, 1953, blz. 63.