

# Recente ontwikkelingen in de monetaire en financiële politiek in Frankrijk

DRS. R.W.M. VAN NIEUWENHUYZEN\*

## Inleiding

Sinds de spilkoersaanpassingen binnen het EMS van maart 1983 heeft de Franse franc zich ten opzichte van de andere belangrijke Europese munten binnen het EMS goed kunnen handhaven. Als gevolg hiervan is een neerwaartse spilkoersaanpassing van de Franse franc voorlopig nog niet noodzakelijk geweest. Dit in tegenstelling tot de Italiaanse lire, die halverwege juli 1985 een eenzijdige devaluatie met 8% ten opzichte van alle andere EMS-valuta onderging.

Een van de belangrijkste oorzaken van de relatief sterke positie van de Franse franc is de gestage terugdringing van het inflatiepercentage de laatste jaren, terwijl ook de relatieve verbetering van de externe positie van Frankrijk tot een groter vertrouwen in de Franse munt heeft bijgedragen. Bovendien heeft de relatief hoge nominale rente in Frankrijk veel buitenlandse beleggers ertoe bewogen om, veelal op korte termijn, in de Franse franc te beleggen. De terugdringing van het inflatiepercentage en de verbeterde externe positie zijn voornamelijk het gevolg van het na de spilkoersaanpassingen van maart 1983 ingezette economische beleid van de toenmalige regering onder leiding van premier Mauroy. Dit was er op gericht om het desastreuze stimuleringsbeleid van de voorafgaande twee jaar om te buigen naar een beleid gericht op inflatiebestrijding en terugdringing van de externe tekorten. De inflatie, die in 1981 en 1982 respectievelijk 13,4% en 11,8% bedroeg, is inmiddels teruggebracht tot 9,6% in 1983 en 7,4% in 1984. Het laatst bekende inflatiepercentage is van juli 1985 en bedraagt 6,1% op jaarbasis. Het tekort op de lopende rekening, dat als gevolg van het stimulerende beleid was opgelopen tot Fr. fr. 79,4 mrd. in 1982, daalde in 1983 en 1984 tot respectievelijk Fr. fr. 33,8 mrd. en Fr. fr. 256 mln.

In het na maart 1983 gevoerde economische beleid speelde naast de sobere fiscale politiek de restrictieve monetaire politiek een centrale rol. In dit artikel zal het gevoerde monetaire beleid nader worden toegelicht en zal het nieuwe systeem van de kredietcontroles worden besproken. Te-

vens zullen de nieuwe maatregelen die de huidige regering van premier Fabius heeft genomen ter modernisering van het financiële systeem in Frankrijk worden behandeld.

## De monetaire politiek

Bij het vaststellen van de doelstelling voor de jaarlijkse groei van de binnenlandse geldhoeveelheid hanteren de monetaire autoriteiten (sinds 1984) als maatstaf de groei van M2(R). M2(R) wordt gedefi-

neerd als M1(R) (al het chartale en girale geld in handen van ingezetenen) vermeerderd met alle liquide en korte-termijndeposito's, aangehouden bij banken en financiële instellingen, plus schatkistpapier. M2(R) bestaat dus uit M2, verminderd met het geld (Franse francs en buitenlandse valuta) in handen van niet-ingezetenen. Elk jaar stelt de Franse regering een „target” vast waarbinnen de groei van M2(R) dat jaar moet blijven. Ten einde het inflatiepercentage terug te dringen en zodoende de positie van de Franse franc in het EMS zo sterk mogelijk te houden voert Frankrijk een restrictieve monetaire politiek. Hierbij gaat men uit van de verwachte groei van het nominale bruto binnenlands product (dus zowel de volume- als de prijscomponent) voor het komende jaar. Vervolgens formuleert men dan de doelstelling voor de groei van M2(R), waarbij deze steeds beneden de verwachte groei van het nominale bruto binnenlands product (bbp) wordt gesteld. In tabel 1 staan de groeiramingen van het nominale bbp en de daarbij behorende geldgroei-doelstellingen vanaf 1979 weergegeven. In figuur 1 zijn de ontwikkelingen van M2(R) voor 1983 en

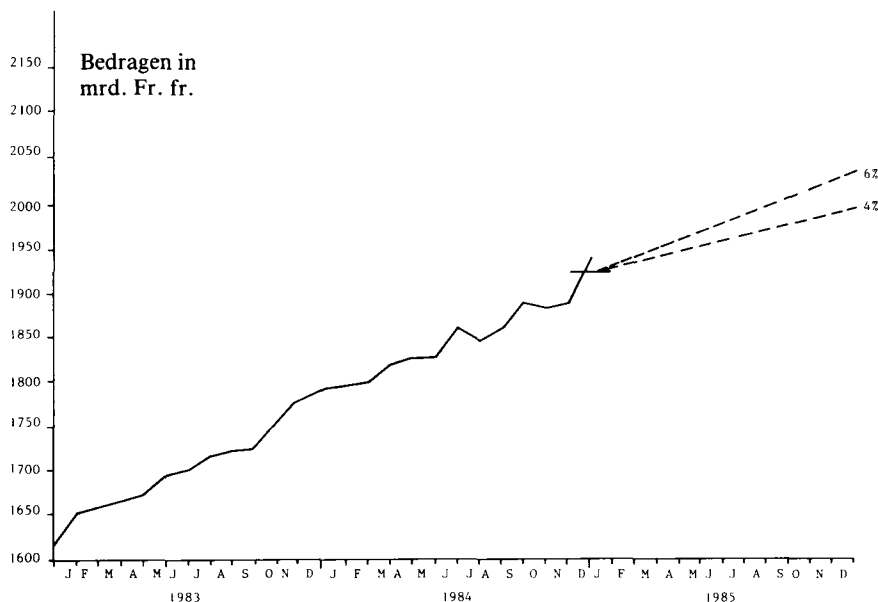
\* De auteur van dit artikel is medewerker van het Economisch Bureau van de Amsterdam-Rotterdam Bank NV. Het artikel is geschreven à titre personnel.

Tabel 1. Enkele relevante gegevens (procentuele mutaties)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Raming groei bbp (nominale)	13,0	11,9	12,3	17,0	11,2	7,6	7
Doelstelling M2-groei a)	11	11	10	12,5-13,5	9	5,5-6,5	4-6
Gerealiseerde M2-groei a)	14,4	9,8	11,9	12,2	10,2	7,5	-
inflatiepercentage (gemiddeld)	10,8	13,6	13,4	11,8	9,6	7,4	6 b)

a) Tot en met 1982: december op december; vanaf 1983: 3-maands voortschrijdend gemiddelde met december als „midden-maand”; sinds 1984: M2(R).  
b) Raming.

Figuur. Groei van de geldhoeveelheid M2(R), gecorrigeerd voor het seizoenpatroon



Bron: Banque de France.

1984 en de groeimarge voor 1985 weergegeven.

In tabel 1 is te zien dat vanaf 1983 de monetaire doelstellingen steeds restrictiever geworden zijn. Daarbij moet worden bedacht dat de oorspronkelijke doelstelling voor de groei van M2 voor 1983 (10%) na de spilkoersaanpassingen in maart 1983 werd verlaagd tot 9%, 3% lager dan voor het voorafgaande jaar. Uit tabel 1 is op te maken dat de geldgroei-doelstellingen in 1983 en 1984 niet zijn gerealiseerd. Wel is vanaf 1982 een continue daling van de groei van M2 op te merken. Ook de hiermee gepaard gaande daling van het gemiddelde inflatiepercentage is opvallend.

Als belangrijkste instrument om de geldgroei in de hand te houden gebruikten de Franse monetaire autoriteiten kredietplafonds, waarbij elk jaar voor het bankwezen maximale bedragen werden vastgesteld voor de kredietverlening aan de particuliere sector, terwijl ook de monetaire financiering van het financieringstekort van de staat zoveel mogelijk beperkt werd. Ook werden de kredietplafonds mede gekoppeld aan de groei van het eigen vermogen. Omzeiling van deze kredietrestricties door enerzijds de verlening van in beperkte mate plafondvrije kredieten (onder meer exportkredieten en bouwleningen) op te voeren en anderzijds vergroting van het eigen vermogen van de banken, waardoor de kredietverlening ook kan toenemen, hebben ertoe geleid dat de in 1983 en 1984 gestelde geldgroei-doelstellingen werden overschreden. Tevens beperkte de relatief omvangrijke monetaire financiering van het financieringstekort van de overheid de realisering van de restrictieve geldgroei-doelstellingen.

Als gevolg van de gestage daling van de inflatie de laatste jaren heeft ook de nominale rente, zowel lang als kort, een daling kunnen vertonen. Dit is ook een van de economisch-politieke doelstellingen van de regering, die door de rentedaling de binnenlandse economische activiteiten, wil stimuleren. Echter, bij een restrictieve monetaire politiek is een sterke rentedaling niet eenvoudig te realiseren. In tabel 2 is dan ook te zien dat de reële rente de laatste jaren niet is gedaald, maar licht is toegenomen. Ook het feit dat de overheid beperkt is in de monetaire financiering van haar tekort heeft een reële daling van de rente verhindert.

Evenals in de voorgaande jaren zal in

1985 de groeimarge voor M2(R) van in dit geval 4-6% moeilijk zijn te realiseren. Volgens voorlopige ramingen werden in maart, april en mei 1985 geldgroei cijfers van respectievelijk 8,1%, 8,4% en 7,4% gerealiseerd. Hoofdoorzaken van deze te hoge geldgroei begin 1985 zijn een te grote monetaire financiering van het tekort van de overheid, een groter dan verwachte import van kapitaal als gevolg van de relatief sterke positie van de Franse franc in het EMS en ten slotte de overgang van het systeem van de kredietplafonds („encadrement de crédit”) naar het minder strenge systeem van de bij de Banque de France verplicht aan te houden renteloze deposito's, dat in januari 1985 is geïntroduceerd.

De Banque de France heeft begin juli 1985 nieuwe maatregelen aangekondigd om deze excessieve geldgroei terug te dringen. Zo wordt de binnenlandse kredietverlening van de banken verder beperkt, wordt de monetaire financiering van de overheid beperkt en wordt getracht de kapitaalimport af te remmen.

### Het nieuwe kredietbeheersingssysteem

Om de groei van de kredietverlening te beperken hanteren de Franse monetaire autoriteiten sinds 1972 het systeem van de „encadrements de crédit”. In dit systeem werden aan het begin van elk jaar plafonds vastgesteld waar de kredietverlening niet bovenuit mocht komen. Wanneer het kredietplafond overschreden werd door een bepaalde bank dan moest de betrokken bank een progressief stijgende renteloze reserve aanhouden bij de Banque de France.

De vastgestelde kredietplafonds mochten worden overschreden door een vergroting van het eigen vermogen van de betrokken instelling en door uitgifte van obligatieleningen. Nadelen van dit systeem van de „encadrements” waren de onoverzichtelijkheid en de verstarring van de concurrentiepositie tussen de banken, terwijl ook de rente als prijsindicator op de kredietmarkt door dit systeem aan betekenis had ingeboet. Aangezien de huidige regering de marktwerking in onder meer de financiële sector wil stimuleren, is in januari 1985 een nieuw systeem voor de kredietrestricties ingevoerd. In het nieuwe systeem zijn alle kredietverlenende financiële instellingen verplicht renteloze deposito's aan te houden bij de Banque de France, afhankelijk van de groei van de kredietverlening in een

bepaalde periode. In tegenstelling tot het oude systeem wordt in het nieuwe systeem niet naar de maandelijkse groei van de kredietverlening gekeken, maar wordt de totale kredietverlening per kwartaal vergeleken met de kredietverlening van hetzelfde kwartaal in het voorafgaande jaar. Bovendien werd onder het oude systeem slechts de overschrijding van de plafonds bestraft, terwijl nu elke groei van het kredietvolume leidt tot een verplicht aan te houden renteloze reserve.

Het kredietvolume, waar het aan te houden deposito van afhangt, wordt het „emploi net” genoemd. Het „emploi net” wordt gedefinieerd als het verschil tussen het kredietvolume en de „ressources stables”, waarbij de „ressources stables” opgebouwd zijn uit het netto eigen vermogen van de instellingen, vermenigvuldigd met de factor 1,5, en de uitstaande obligatieleningen. Voor de berekening van de reserveverplichting is allereerst de groei van het „emploi net” van belang. Van enkele soorten krediet wordt de groei niet geheel tot de toename van het kredietvolume gerekend. Zo wordt van de groei van exportkredieten en bepaalde investeringskredieten slechts 70% gerekend tot de groei van het kredietvolume. Ook voor woningbouwkredieten geldt dat slechts 70% van de groei in het totale kredietvolume wordt opgenomen, maar de groei van de woningbouwkredieten wordt eerst nog verminderd met 7% van het basisniveau van een jaar geleden van deze kredietsoort. Na de berekening van de groei van het „emploi net” in een bepaald kwartaal wordt dan het percentage berekend van het „emploi net”, dat als renteloos deposito bij de Banque de France moet worden aangehouden volgens de formule:  $\text{reservetarief} = 0,2 \cdot t \cdot (t + 2)$ , waarbij „t” het percentage is van de groei van het „emploi net” in een bepaald kwartaal ten opzichte van hetzelfde kwartaal een jaar eerder. Indien bij voorbeeld het „emploi net” in een kwartaal gestegen is met 10%, dan bedraagt het verplicht aan te houden deposito 24% van het „emploi net” van dat kwartaal.

Het progressieve karakter van dit systeem blijkt uit het feit dat bij een t-waarde van 22% maar liefst ruim 100% van het „emploi net” als renteloos deposito moet worden aangehouden. Voor de aan te houden reserve is een minimumomvang van 0,1% van het „emploi net” vastgesteld met een aftrek van Fr. fr. 3,5 mln. Dit impliceert dat een financiële instelling waarvan het „emploi net” niet gegroeid is ten opzichte van een jaar eerder en ook kleiner is dan Fr. fr. 3,5 mrd., geen renteloos deposito bij de centrale bank hoeft aan te houden. Ondanks het feit dat de banken in het nieuwe systeem niet meer gebonden zijn aan de maandelijkse kredietplafonds, wordt het als een strak systeem ervaren. Immers, de banken kunnen een progressieve groei van de renteloze reserves alleen vermijden door een toename van het kredietvolume te financieren met een vergroting van het eigen vermogen of een obligatie-emissie. Een te sterke groei van het kredietvolume in een kwartaal zal tot hogere kosten leiden, aangezien er geen

Tabel 2. Nominale en reële renteontwikkeling (jaargemiddelden)

	1982	1983	1984	1985 (1e halfjaar)
Drie-maands interbankrente (nominaal)	14,6	12,5	11,7	10,4
Rendement overheidsobligaties (nominaal)	16,0	14,4	13,4	12,1
Inflatiepercentage	11,8	9,6	7,4	6,4
drie-maands interbankrente (reëel)	2,5	2,6	4,0	3,8
Rendement overheidsobligaties (reëel)	3,8	4,4	5,6	5,4

Bron: OECD; eigen berekeningen.

rente wordt vergoed over de aan te houden reserve. Het nieuwe systeem past echter wel binnen de restrictieve monetaire politiek van de Franse regering. Tevens worden de banken er toe aangezet het eigen vermogen te vergroten en wordt de kredietverlening aan investeringsprojecten, exporteurs en de woningbouw gestimuleerd.

#### **De laatste ontwikkelingen in de financiële sector**

Het nieuwe kredietbeheersingssysteem maakt deel uit van een totaalpakket van maatregelen, dat door de Franse regering eind 1984 werd aangekondigd, ten einde de binnenlandse financiële sector te moderniseren en zodoende de achterstand in te halen die Parijs als financieel centrum heeft opgelopen ten opzichte van andere grote financiële centra, zoals Londen en New York. Zo wordt het toegestaan aan Franse banken om „certificates of Deposit” te emitteren. Ook werd de instelling van een markt voor financiële „futures” later dit jaar aangekondigd en zal er binnenkort kunnen worden gehandeld in aandelenopties op de beurs van Parijs. Voorts wordt het eenvoudiger gemaakt voor ondernemingen om toe te treden tot de aandelen- en obligatiemarkt. Zo wordt het plafond voor obligatie-emissies, waarvoor geen toestemming nodig is van het Ministerie van Financiën, met ingang van 1 januari 1986 verhoogd van Fr. fr. 500 mln. tot Fr. fr. 1 mrd. Tevens wordt de hoogte van de te berekenen commissie bij obligatie-emissies vrijgelaten, terwijl tot nu toe deze tarieven voor alle emissies door de overheid werden vastgesteld. Bij emissies van particuliere ondernemingen wordt de tariefvaststelling volledig aan de markt overgelaten in tegenstelling tot emissies van genationaliseerde bedrijven en van overheidsobligaties, waarbij er marges voor de tarieven zullen worden vastgesteld. Ook mogen buitenlandse banken nu obligatie-emissies leiden in Frankrijk. Zo was Morgan Guaranty Trust in maart 1985 de eerste buitenlandse bank die als „lead manager” optrad bij een obligatie-emissie in Frankrijk van Crédit National.

Voorts wordt ook het vergroten van het eigen vermogen goedkoper voor bedrijven. Hiertoe zal de 1%-heffing op kapitaalsvermeerdering worden afgeschaft. De overheid mist hierdoor inkomsten, maar dit weegt blijkbaar niet op tegen het voordeel dat ontstaat doordat op deze manier bedrijven beter in staat zijn hun vermogensstructuur te versterken. De relatieve stabiliteit van de Fr. fr. in het EMS op dit moment en de sterke verbetering van de lopende rekening van Frankrijk tot in 1984 hebben er toe geleid, dat de Franse Euroobligatiemarkt in april dit jaar weer is geopend. Sinds 1981 was deze markt gesloten, maar vanaf april dit jaar mogen Franse ondernemingen weer Eurobonds in Franse francs gaan emitteren. Ofschoon deze markt nog wel onder streng toezicht van het Ministerie van Financiën zal blijven staan, is deze maatregel een verdere stap

op weg naar liberalisering van het kapitaalverkeer.

#### **Samenvatting en conclusies**

Het stringente economische bezuinigingsbeleid sinds 1983, waarbij de restrictieve monetaire politiek naast een sober begrotingsbeleid, een centrale rol speelt, heeft geleid tot een gestadige daling van het inflatiepercentage. Hoewel de jaarlijkse doelstelling voor de groei van de geldhoeveelheid  $M2(R)$  onder Mitterrand in geen enkel jaar werd gerealiseerd, is toch een belangrijke daling bereikt van de groei van de binnenlandse geldhoeveelheid. Vooral het verband tussen de jaarlijkse geldgroei en het gemiddelde inflatiepercentage is opvallend. Voorts blijkt dat de restrictieve monetaire politiek, die geleid heeft tot een daling van de inflatie en de nominale rentetarieven, zowel kort als lang, geen daling van de reële rentetarieven heeft bewerkstelligd. Uit tabel 2 blijkt dat vooral in 1984 de reële rente sterk is gestegen. De restrictieve monetaire politiek heeft blijkbaar alleen ruimte geschapen voor een nominale daling in de rentetarieven.

De huidige regering van premier Fabius blijft vasthouden aan de restrictieve monetaire politiek. Het in januari 1985 inge-

voerde nieuwe kredietbeheersingssysteem, waarbij de banken verplicht deposito's bij de centrale bank moeten aanhouden, afhankelijk van de groei van de kredietverlening per kwartaal, kan als streng worden beschouwd. Immers, de aan te houden renteloze reserve stijgt progressief met de groei van de kredietverlening. Het nieuwe systeem bevordert wel de bewegingsvrijheid van de banken, die nu niet meer vastzitten aan de verouderde kredietplafonds. Voorts stimuleert het nieuwe systeem de vergroting van het eigen vermogen van de banken en de kredietverlening aan exporteurs, bepaalde investeringsprojecten en aan de woningbouw.

De nieuwe golf van moderniserings- en dereguleringsmaatregelen in de financiële sector moet Frankrijk interessant maken voor buitenlandse investeerders en beleggers en er voor zorgen dat Parijs, internationaal gezien, weer een belangrijk financieel centrum wordt. De nieuwe maatregelen zullen ook bewerkstelligen dat Franse bedrijven gemakkelijker en goedkoper toegang zullen verkrijgen tot de geld- en kapitaalmarkt, waardoor de kosten van hun investeringen zullen kunnen afnemen. Het verwachte investeringsherstel in 1985 en 1986 kan hierdoor worden versterkt.

**R.W.M. van Nieuwenhuyzen**