



Monetair beleid anno 1980

DRS. R. KONING*

De recentelijk versomberde vooruitzichten voor de Nederlandse economie in 1980 hebben de discussie over de economische beleidskeuzes doen op-laaieren. Daarbij valt, niét onbegrijpelijk tegen de achtergrond van de eind 1979 hoog opgelopen rente, ook in toenemende mate belangstelling voor het monetaire beleid waar te nemen. In dit artikel worden enige aspecten van het monetaire beleid nader belicht, waarbij tevens de invloed hiervan op geld- en kapitaalmarkt aan de orde komt.

De geldmarkt

De situatie op de geldmarkt wordt sinds medio 1978 gekenmerkt door een aanhoudende krapte. Oorzaak hiervan is de sinds enige jaren negatieve stand van de betalingsbalans (lopende rekening plus kapitaalrekening). Financiering van deze tekorten kan plaatsvinden via een afname van de goud- en deviezen-

voorraad dan wel door middel van een vermindering van het Netto Buitenlands Actief (NBA: de vorderingen op niet-ingezetenen minus de schulden aan niet-ingezetenen) van het bankwezen.

Voor de geldmarkt maakt het nogal verschil uit met welke van de twee financieringswijzen het betalingsbalanstekort wordt gedekt. Indien de banken deviezen bij De Nederlandsche Bank kopen neemt hun guldenstegoed bij de centrale bank af (of actueler: neemt de schuld aan DNB toe): de geldmarktruimte neemt derhalve af. Wanneer echter de schuldverhouding met het buitenland wordt gewijzigd (verandering NBA heeft dit geen invloed op de binnenlandse kasliquideiteit van het bankwezen: de ruimte op de geldmarkt blijft gelijk.

Om echter te voorkomen dat aanhoudende betalingsbalanstekorten op ge-ruisloze wijze, zonder repercussies voor de binnenlandse geldmarkt, zouden kunnen worden gefinancierd, was tot voor kort een benedengrens aan het NBA ge-

steld, welke grens tot 1 juni 1979 het ontstaan van een Netto Buitenlands Passief niet toestond. Doordat in 1978 deze grens vrij dicht werd benaderd is in dat jaar een aanzienlijk deel van het betalingsbalanstekort gefinancierd via een afname van de goud- en deviezenvoorraad. Hiermee ving een periode aan van blijvende geldmarkttekorten, waarbij het bankwezen welhaast permanent een beroep moest doen op de voorschotfaciliteiten (vaak nog aangevuld met speciale beleningen, swaps e.d.) van DNB. Om de tekorten niet al te zeer te laten oplopen is vanaf juni 1979 de mogelijkheid gecreëerd omeen netto buitenlandse schuldpositie in te nemen van ca. f. 3,3 mrd. Voor de maanden december 1979 en januari 1980 werd deze faciliteit verruimd tot ca. f. 5 mrd., waarna vanaf eind januari 1980 de NBA-regeling geheel is komen te vervallen.

Ook in 1980 zal de betalingsbalans weer een substantieel tekort vertonen. Het CPB raamt het tekort op de lopende rekening nog zeer voorzichtig op f. 2,5 mrd. De kapitaalrekening zal in 1980, net als (vermoedelijk) in 1979 ongeveer in evenwicht zijn: tegenover kapitaalexport via de directe investeringen en het „overig langlopend kapitaal” (o.a. onroerend-goedtransacties) staat een aanzienlijke toevloeiing van buitenlands kapitaal via het effectenverkeer: dank zij de internationaal gezien relatief gunstige economische positie van Nederland (aardgas) en de, vergeleken met b.v. West-Duitsland en Zwitserland, vrij hoge rente, weet de laatste jaren steeds meer buitenlands beleggingskapitaal de weg naar ons land te vinden. Per saldo geven lopende en kapitaalrekening te zamen naar verwachting in 1980 echter toch nog een aanzienlijk tekort te zien. Een verruiming van de geldmarkt uit hoofde van het betalingsverkeer met het buitenland, valt dan ook niet te voorzien. Hetzelfde geldt voor de schatkist, welke de laatste jaren via een vermindering van haar saldo bij DNB nog wat verruimende impulsen gaf aan de geldmarkt. De bodem van de schatkist kan momenteel, ondanks regelmatige plaatsing van schatkistpapier, nog maar met moeite aan het oog worden onttrokken.

Ook in 1980 zal de geldmarkt daarom erg krap blijven. In hoeverre deze krapte ook tot uitdrukking zal komen in de rente, hangt af van de mate waarin en de tarieven waartegen DNB met verruimende hulpoperaties op de geldmarkt wil bij-springen. Hierbij zal de centrale bank zich, zoals ook in het verleden het geval was, laten leiden door de positie van de gulden. Door de gulden binnen het Europees Monetair Systeem zo dicht mogelijk bij de sterke Duitse Mark te houden, tracht DNB de import van in-

* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro bank te Amsterdam. Het artikel is geschreven à titre personnel.

flatie zoveel mogelijk te beperken (een sterkere gulden betekent immers lagere prijzen, in guldens, van ingevoerde producten). Indien de gulden dreigt weg te zakken, zoals recentelijk in december 1979, bewerkstelligt DNB via haar geldmarktbeleid een vergroting van het interestverschil met het buitenland (m.n. West-Duitsland) om daarmee de aantrekkelijkheid van de gulden te vergroten. Wat dit valutair gerichte geldmarktbeleid in 1980 voor de (korte) rente voor gevolgen heeft, hangt af van de ontwikkeling van de DM/gulden-beoordeling en de rente in West-Duitsland. Ook de Duitsers krijgen de olierekening op pijnlijke wijze gepresenteerd, met name in de vorm van een drastisch toenemend tekort op de lopende rekening. Ook al komt, volgens verwachting, de inflatie in Nederland weer boven het Duitse inflatieniveau te liggen, dan nog hoeft de Nederlandse economie in 1980 nog niet als duidelijk zwakker te worden beoordeeld dan de Westduitse. In hoeverre dit oordeel zich in een stabiele koersverhouding DM/gulden zal vertalen, hangt echter ook af van een mogelijke vlucht uit de dollar naar de DM.

De in West-Duitsland te verwachten groeivertraging zal mogelijk voor de Bundesbank aanleiding zijn tot een versoepeling van haar monetaire (geldmarkt-)beleid. Zodoende kan ook bij een duidelijk positief blijvend rente-écart tussen Nederland en West-Duitsland van een dalende Duitse rente een neerwaartse impuls op de Nederlandse geldmarkttarieven uitgaan.

De kredietrestrictie

Evenals in diverse andere landen het geval is zal ook in Nederland de inflatie in 1980 een versnelling te zien geven. Het CPB raamt voor 1980 een inflatie van 6,5% vergeleken met 4,3% in 1979. En dan is bij de raming zeker nog niet van een pessimistische schatting van de loonontwikkeling uitgegaan.

De inflatoire impulsen hebben DNB genoopt om in 1980 haar kredietrestrictiebeleid voort te zetten. Beoogd wordt hiermee om de stijging van de geldhoeveelheid tot een zodanige omvang te beperken dat geen monetaire ruimte voor tegenvallende inflatoire ontwikkelingen wordt gecreëerd. Met andere woorden: de liquiditeitsquote (geldhoeveelheid als percentage van het nationaal inkomen) zal moeten dalen, te meer omdat het betalingsverkeer met het buitenland tot een afvloeiing van liquiditeiten zal leiden. Ook in 1977, 1978 en (vermoedelijk 1979) droegen tekorten op de betalingsbalans bij tot een dalende liquiditeitsquote.

Wat de binnenlandse liquiditeitscreatie betreft wordt wederom rekening gehouden met een omvangrijke monetaire financiering van het overheidstekort. Bij een vermoedelijke grens aan het moge-

lijke kapitaalmarktberoep van de overheid in de orde van grootte van 4,5% van het nationaal inkomen, en een geraamd financieringstekort van ca. 6%, is gedeeltelijk monetaire financiering niet te vermijden. Op grond van de jongste bijstelling van de CPB-ramingen zal de overheid, om deze 6% niet te overschrijven, wel nog enige miljarden aan bezuinigingen moeten zien te vinden. Uitgaande van de monetaire financiering door de overheid is tenslotte voor het bankwezen als sluitpost een toegestane groei van het netto monetaire (= geldscheppende) bedrijf van 8% berekend.

Kredietverlening (beschikkingsmacht over liquiditeiten) gefinancierd met kort aangetrokken middelen (b.v. rekening courant-saldi: blijft beschikkingsmacht over liquiditeiten) is geldscheppend (vergroting van beschikkingsmacht over liquiditeiten) en is als zodanig aan de restrictie onderhevig. Indien de kredietverlening wordt gefinancierd met lang aangetrokken middelen (b.v. een aandelenemissie: de belegger geeft directe beschikkingsmacht over liquiditeiten af) vindt geen geldschepping plaats. Conform dit onderscheid beperkt de kredietrestrictie slechts de groei van de totale binnenlandse kredietverlening verminderd met de lang (globaal: langer dan 2 jaar) aangetrokken middelen; in termen van DNB: kredietverlening minus „doorschuifmiddelen”, ofte wel het netto monetair bedrijf.

Ten opzichte van de stand per ultimo 1979 zal dit netto monetair bedrijf in 1980 met 8% mogen groeien. Van de groei is 1% speciaal gereserveerd voor de kleinere (veelal buitenlandse) algemene banken, welke meestal moeilijk toegang hebben op de markten voor bepaalde lange middelen (zoals b.v. spaargelden). Bij overschrijding van de norm dienen de banken in de regel een renteloos strafdeposito bij DNB aan te houden, terwijl bovendien een aanwijzing kan worden gegeven om de overschrijding terug te brengen.

Weliswaar ligt de 8% groeionorm 1% punt lager dan de 9% toegestane groei van 1979, maar dit hoeft nog niet te betekenen dat de kredietrestrictie in 1980 klemmender voor het bankwezen wordt dan in voorgaande jaren. Gezien de matige economische vooruitzichten voor dit jaar zal de groei van de kredietverlening naar verwacht mag worden immers geringer zijn dan in voorgaande jaren, ondanks de extra kredietbehoefte ter financiering van de door de snelle

invoerprijsstijging duurder geworden voorraden. Wellicht hoeft daarom in 1980 voor het voldoen aan de restrictienorm geen grotere vraag naar „doorschuifmiddelen” te ontstaan.

De kapitaalmarkt

In het voorgaande zijn diverse aspecten aan de orde gekomen die van invloed zijn op vraag- en aanbodverhoudingen, en dus op de rentevorming, op de kapitaalmarkt. De vraag naar lange middelen van de zijde van de overheid zal ook in 1980, zelfs wanneer het financieringstekort via verdere afremming van de collectieve uitgaven tot ca. 6% zal blijven „beperkt”, zeer groot zijn. Verondersteld wordt hierbij dat de (geldscheppende) weg van lenen in het buitenland 1) niet gaat worden bewandeld.

Anderzijds zal de behoefte aan lange „doorschuifmiddelen” voor het bankwezen wellicht niet groter zijn dan in 1979. De vraag naar lange middelen bij het overige bedrijfsleven zal, gezien de economische vooruitzichten, gering blijven. Aan de aanbodzijde zal, gezien de verwachte daling van de geldmarktrente een zekere stroom van tijdelijk op de geldmarkt belegde middelen naar de kapitaalmarkt tot stand komen. Gezien de in internationaal perspectief nog niet zo slechte vooruitzichten voor de Nederlandse economie, kan het aanbod van kapitaalmarkt middelen uit het buitenland ook in 1980 aanzienlijk blijven. Wel vereist dit een duidelijk positief blijvend rente-écart met andere economische relatief sterke landen, met name West-Duitsland.

Per saldo geven de vraag- en aanbodverhoudingen ruimte voor enige rentedaling. Randvoorwaarde blijft daarbij de rente in West-Duitsland, waarvoor overigens in de loop van 1980 enige daling wordt verwacht, terwijl ook onverwachte valutaire schokken, met name in de dollarsfeer, zich via de geldmarktrente in een hogere kapitaalmarktrente kunnen vertalen.

Conclusie

De verzameling bouwstenen van het monetair beleid zoals hierboven geschetst, draagt, met de nodige terughoudendheid geïnterpreteerd, de verwachting van een zekere rentedaling in zich. Voor het bedrijfsleven in Nederland, dat de laatste jaren met hoge rentelasten geconfronteerd werd, valt te hopen dat in het voor de wereldeconomie zo sombere 1980, dit lichtpuntje niet in de ongrijpbare maalstroom van het internationale rente- en valutagebeuren wordt gedooft.

R. Koning

1) Zie drs. R. A. R. van den Bosch, Lenen in het buitenland door de overheid, *ESB*, 7 november 1979.