

Is het monetaire beleid voor 's lands welvaart het meest dienstig?

Inleiding

In dit artikel wordt de vraag aan de orde gesteld of het in Nederland gevoerde monetaire beleid eigenlijk wel in overeenstemming is met artikel 9 van de Bankwet 1948. Letterlijk luidt het eerste lid van dit artikel als volgt: „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”. Men zou zeggen dat deze formulering aan duidelijkheid niets te wensen overlaat. Primaire opdracht voor de Bank is door middel van het monetaire beleid de welvaart zo groot mogelijk te maken; hierbij moet de waarde van de gulden zoveel mogelijk worden gestabiliseerd. Dit zou men de secundaire taakstelling volgens artikel 9 kunnen noemen. Wij zullen nu eerst het in Nederland gevoerde monetaire beleid toetsen aan bovenstaande interpretatie van artikel 9. Vervolgens zullen wij, ter verificatie van onze opvatting, nagaan of onze uitleg wel in overeenstemming is met de geschiedenis van de totstandkoming van het wetsartikel en met de Memorie van Toelichting bij de Bankwet. Wij zullen hierbij constateren dat het de bedoeling van de wetgever is geweest dat de regering, onder controle van het parlement, bepaalt op welke wijze met het monetaire beleid de welvaart kan worden gediend. Regering en parlement moeten inhoud geven aan het door De Nederlandsche Bank te voeren beleid, en niet andersom.

Monetair beleid

Men krijgt de stellige indruk dat het beleid in ons land in hoge mate is gericht op wat hierboven de secundaire taakstelling voor De Nederlandsche Bank werd genoemd, te weten een zo groot mogelijke stabiliteit van de waarde van de gulden. Deze taak heeft twee aspecten, stabilisatie van de externe waarde van de gulden en stabilisatie van de interne waarde.

De stabilisatie van de externe waarde wordt belichaamd in het *wisselkoersbeleid*, dat erop gericht is de gulden zo hard mogelijk te maken in verhouding tot andere geldsoorten. In het kader van het Europese Monetaire Stelsel gaat het dan met name om de relatie tot de Duitse mark. Om de externe waarde te stabiliseren, terwijl ons land een tekort heeft op de lopende rekening van de betalingsbalans, moet tevens een bepaald *rentebeleid* worden gevoerd. Men probeert het tekort op de lopende rekening goed te maken door een overschot op de kapitaalrekening van de betalingsbalans. Nu vertoont deze op bepaalde onderdelen al jaren een flink tekort, en wel wat betreft de investeringen, de kredietverlening (o.a. exportkredieten) en de aankoop van buitenlands onroerend goed. Om desalniettemin een overschot op de kapitaalrekening tot stand te brengen dient de rente op Nederlandse obligaties zo hoog te zijn dat, mede de koersverwachtingen omtrent de gulden in aanmerking nemende, het buitenland op grote schaal inschrijft op emissies van Nederlandse staatsleningen.

Dank zij de hoge rente kan het aldus gelukken om ondanks het betalingsbalanstekort toch een harde gulden te behouden met behulp van de invoer van kapitaal via de binnenlandse obligatiemarkt. Die harde gulden levert echter tevens een bijdrage tot de stabilisatie van de interne waarde van de gulden, d.w.z. tot een zo gering mogelijke inflatie. Het prijspeil van invoergoederen wordt erdoor gedrukt, en dit werkt door in het totale binnenlandse prijspeil en daarmee — via het indexeringsmechanisme — in het loonpeil.

Behalve door middel van het wisselkoers- en het rentebeleid, wordt de stabilisatie van de interne waarde van de gulden tevens nagestreefd met behulp van twee andere

monetaire instrumenten: het kredietrestrictiebeleid en de limitering van dat deel van het financieringstekort van de overheid dat langs monetaire weg wordt gedekt. Beide beperken de groei van de geldhoeveelheid (liquiditeitsmassa) en van de liquiditeitsquote, en werken aldus anti-inflatoir. Beide leiden evenwel tevens tot een opwaartse druk op de rentestand. Voor de kredietrestricties is dit zo, omdat de middelen die door het bankwezen op de kapitaalmarkt worden opgenomen als het ware buiten de kredietplafonds vallen. Naarmate de monetaire dekking van het financieringstekort wordt beperkt is de staat meer op binnen- en buitenlandse kapitaalverstrekkers aangewezen, hetgeen eveneens renteverhogend werkt.

Investerings- en werkgelegenheid

Voor deze beschouwing is de vraag relevant of het omschreven monetaire stabilisatiebeleid al dan niet in overeenstemming is met hetgeen in artikel 9 de primaire opdracht voor de monetaire autoriteiten genoemd werd, nl. de welvaartsmaximalisatie. Wij komen in het volgende onderdeel nog terug op de kwestie wat de wetgever in dit verband onder „welvaart” heeft verstaan. Hier willen wij vooral één aspect in de beschouwingen betrekken, te weten het werkgelegenheidsaspect.

Wij zijn van oordeel dat met name de hoge rente een faal effect heeft op de werkgelegenheid. Omdat wij hieraan reeds eerder in dit tijdschrift een beschouwing hebben gewijd 1), volstaan wij thans met het opsommen van een aantal consequenties hiervan.

- hoge rentelasten voor het bedrijfsleven; volgens de *Miljoenennota 1981* leidt 1% extra rente tot f. 1 mrd. extra lasten;
- rem op nieuwe investeringen, dit is een gevolg van hogere minimale rendementseisen;
- ineenstorting van de woningbouw;
- lage aandelenkoersen, hierdoor ontstaat een grotere afhankelijkheid van leningen, waardoor de rentelasten weer extra stijgen;
- rem op consumptieve kredieten en daardoor ook op de omzet (b.v. van duurzame consumptiegoederen).

Al deze gevolgen leggen een druk op de investeringen en hierdoor op de werkgelegenheid. De combinatie van dalende winsten en daarmee dalende belastingopbrengsten, toenemende werkloosheidsuitkeringen, de noodzaak om de subsidies op woningen te vergroten, en de hoge rentelasten op de staatsschuld leiden er bovendien toe dat elk streven om het financieringstekort van de staat te verminderen en de rendementspositie van het bedrijfsleven te verbeteren, neerkomt op het vechten tegen de bierkaai.

Concurrentiepositie

Bij een toetsing van het monetaire beleid aan het voorschrift tot welvaartsmaximalisatie kan niet worden voorbijgegaan aan de theorie dat deze, via stabilisatie van de guldenwaarde, zou worden gerealiseerd dank zij de verbetering van de concurrentiepositie van het Nederlandse bedrijfsleven, vooral als de inflatiebestrijding gepaard gaat met loonmatiging. Nog afgezien van de vraag of een beleid dat in de praktijk geleid heeft tot een continue externe waardestijging van de gulden, juist niet leidt tot een achteruitgang van de concurrentiepositie 2), achten wij dit een naïeve theorie. Gesuggereerd wordt dat de concurrentiekracht op binnen- en buitenlandse markten uitsluitend wordt bepaald door prijsoverwegingen, maar deze vor-

1) M. P. Gans, De hoge rente en het bedrijfsleven, *ESB*, 20 juni 1979, blz. 600.

men slechts één aspect van een beslissing tot aankoop. De opvatting dat de concurrentiepositie kan worden afgelezen uit gemiddelde prijspeilen en valutakoersen heeft dan ook weinig realiteitsgehalte. Dergelijke macro-economische grootheden vormen een onbetrouwbaar kompas voor een economisch beleid dat is gericht op vergroting van de werkgelegenheid door middel van versterking van de concurrentiekracht.

Positie van de gulden

Wij hebben hierboven stilgestaan bij het nadelige effect van de hoge rente op de werkgelegenheid, het financieringsstekort en de rendementspositie van het bedrijfsleven. Wij zouden ons evenwel kunnen voorstellen dat de voorstanders van het huidige beleid willen wijzen op een zwakke plek in onze redenering. Gesteld werd immers dat buitenlanders zich bij het kopen van Nederlandse obligaties mede baseren op hun verwachtingen omtrent de waardeontwikkeling van de gulden. Als zij bevreesd zouden zijn dat handhaving of verhoging van de externe waarde van de gulden aan prioriteit zou inboeten, zouden zij een hogere rente eisen dan thans. Kortom, de rente in ons land is wel hoog maar zou, wanneer vrees zou ontstaan voor een wijziging in het wisselkoersbeleid, nog hoger worden. De juistheid van deze redenering kan op zich zelf niet worden ontkend, zij het dat hieraan één bepaalde veronderstelling ten grondslag ligt, nl. dat de monetaire autoriteiten er, ondanks een wijziging in de monetaire prioriteiten, naar blijven streven het tekort op de betalingsbalans te dekken door middel van buitenlandse inschrijvingen op in Nederland uit te geven obligaties. Het is echter juist de vraag of dit in het kader van een ander monetair beleid passend zou zijn. Een beleid dat meer op bevordering van de werkgelegenheid op korte termijn en minder op een harde gulden en inflatiebestrijding langs monetaire weg is gericht, zou of wel het tekort op de betalingsbalans kunnen aanvaarden hetgeen gepaard zou gaan met een daling der goud- en deviezenreserves dan wel depreciatie van de gulden, of wel het financieringsstekort langs een zodanige weg kunnen dekken dat hiermee de binnenlandse kapitaalmarktrente als monetair instrument zou kunnen worden gemist. Te denken is hierbij aan het rechtstreeks plaatsnemen van leningen door de staat in het buitenland, een beleid dat door praktisch alle westerse landen ter wereld — inclusief het zo orthodoxe West-Duitsland — wordt gevoerd, behalve door Nederland. In ons land wordt het uitgeven van leningen in het buitenland door de staat als onaanvaardbaar afgewezen, zij het dat zulks aan het bedrijfsleven en met name aan het bankwezen wordt toegestaan.

Monetair beleid en welvaartsbevordering

Wij hebben in het voorgaande gesteld dat het in ons land gevoerde beleid nadelig is voor de werkgelegenheid. Het beleid is gericht op stabilisatie van de waarde van de gulden, en hoewel men ongetwijfeld hoopt aldus de welvaart *indirect* te dienen, en men uiteraard ook een theoretische fundering heeft om deze hoop te rechtvaardigen, nl. de theorie van de verbetering der concurrentiepositie, mag toch wel worden geconcludeerd dat het monetaire beleid niet rechtstreeks en primair de stimulering van de welvaart ten doel heeft.

Historisch gezien is het interessant vast te stellen 3) dat de bijzin in artikel 9.1 „en daarbij die waarde zoveel mogelijk te stabiliseren” niet in het door de indiener van het wetsontwerp, de toenmalige minister van Financiën P. Liefstinck, voorkwam, maar hieraan bij wijze van amendement werd toegevoegd. In de Memorie van Toelichting komt ter motivering van de formulering inzake de welvaartsbevordering de volgende passage voor:

„Onder de geldtheoretici heerst over de vraag wat als het meest wenselijke richtsnoer van de monetaire politiek moet worden beschouwd, groot verschil van mening. Sommigen bevelen als zodanig stabilisering van het algemeen prijsniveau aan. Anderen geven de voorkeur aan bestrijding van de dusgenaamde conjunctuurgolven. Weer anderen willen dat de monetaire politiek zich het bereiken van een neutrale geldvoorziening ten doel zal stellen,

terwijl ten slotte nog weer anderen het bereiken van full employment als richtsnoer voor de monetaire politiek wensen te zien aangemerkt. Het wil de ondergetekende voorkomen, dat aan de formulering in de Nederlandse Bankwet, van het richtsnoer der te volgen monetaire politiek onder de heersende omstandigheden geen andere vorm kan worden gegeven dan die van een algemene verklaring, dat die politiek moet worden gevoerd op zodanige wijze als aan 's lands welvaart het meest dienstig is”.

Toegegeven wordt in de Memorie van Toelichting dat de gebezigde formulering grote ruimte laat „voor verschil van mening ten aanzien van de vraag, welke concrete maatregelen op monetair terrein op een gegeven ogenblik opportuun zijn en welke niet. *Het behoeft geen betoog, dat die vraag er een van regeringsbeleid is en derhalve niet aan de circulatiebank ter beslissing kan worden gelaten*” (curs. MPG). Deze situatie is dan ook de basis voor het in de Bankwet (art. 26) neergelegde „aanwijzingsrecht”, d.w.z. het recht van de minister van Financiën onder bepaalde omstandigheden aan de bankdirectie bindende aanwijzingen te geven nopens de monetaire politiek.

Dit stukje historie leert dat onze interpretatie van artikel 9, nl. dat het dienen van de welvaart voorop staat, gerechtvaardigd is. Het „invullen” van deze taakstelling is een kwestie van regeringsbeleid, en derhalve, aldus ook De Jong, mede onderworpen aan de inzichten van het parlement. Dat houdt in, dat het parlement het monetaire beleid niet als een soort van hogerhand opgelegde randvoorwaarde kan beschouwen, hoe graag men dat misschien ook zou willen. Het betekent dat het parlement zich, samen met de regering, een mening zal moeten vormen over de vraag, welke rol het monetaire beleid moet spelen bij het dienen van de welvaart, en derhalve welke overwegingen de doorslag moeten geven bij het realiseren van veelal conflicterende doelstellingen.

Wij willen onze opvatting illustreren aan de hand van een praktijkvoorbeeld. Algemeen wordt aangenomen dat in ons land, althans in de Randstad, van woningnood sprake is terwijl zich bovendien een massale werkloosheid in de bouw voordoet en nogal wat bouwondernemingen met ernstige continuïteitsproblemen kampen. Stel nu dat de overheid zou besluiten om in het buitenland een lening op te nemen, of om een deel van de waardevermindering van het goud te gebruiken om extra woningen te financieren 4). Dit zou in ons land leiden tot een toeneming van de geldhoeveelheid, en dus — afgezien van „inverdieneffecten” — strijdig zijn met het beleid de (interne) waarde van de gulden te stabiliseren. Tegelijkertijd zou het de woningnood en de werkloosheid doen verminderen. Volgens de huidige monetaire opvattingen zou een dergelijk beleid ondeugdelijk zijn. Volgens onze interpretatie daarentegen zou het volstrekt in overeenstemming zijn met een beleid dat „voor 's lands welvaart het meest dienstig is”, dus met artikel 9.1 van de Bankwet 1948.

Wij zouden ter voorkoming van misverstand, met het bovenstaande niet willen suggereren dat het monetaire beleid als oorzaak van onze huidige malaise mag worden beschouwd, of dat wij door wijziging van uitsluitend het monetaire beleid al onze economische problemen zouden kunnen oplossen. Wel zijn wij van mening dat de monetaire autoriteiten zich in te sterke mate geroepen voelen om een tegenwicht te vormen tegen het falen van de politici om de fundamentele problemen aan te pakken. Als het monetaire beleid in deze geest wordt gevoerd, worden weliswaar bepaalde symptomen van onevenwichtigheid bestreden, maar tegelijk worden de consequenties van de onevenwichtigheden verergerd met alle gevolgen van dien ten aanzien van de werkgelegenheid en de welvaart.

M. P. Gans*

2) Zie J. J. Klant, Biedt depreciatie soelaas? *ESB*, 22 augustus 1979, blz. 842; S. K. Kuipers, Het Verslag van De Nederlandsche Bank over het jaar 1978, *ESB*, 16 mei 1979, blz. 476 en van dezelfde auteur: Miljoenennota 1981: Een keer ten goede? *ESB*, 1 oktober 1980, blz. 1088; P. B. de Ridder, Wisselkoers, concurrentiepositie en werkgelegenheid, *ESB*, 22 februari 1978, blz. 198.

3) Ontleend aan A. M. de Jong, *De wetgeving nopens De Nederlandsche Bank 1914-1958*.

4) Zie b.v. de suggestie in het redactioneel commentaar in *NRC Handelsblad* van 23 december 1980.

*De auteur is buitengewoon hoogleraar ondernemingsfinanciering aan het Interuniversitaire Instituut Bedrijfskunde te Delft en directeur van Bureau Gans BV.