

Een andere koers

De Nederlandsche Bank heeft tot taak de waarde van de gulden op zodanige wijze te reguleren als voor 's lands welvaart het meest dienstig is, en daarbij die waarde zoveel mogelijk te stabiliseren. Deze taakomschrijving, die afkomstig is uit de Bankwet, laat de Bank de nodige beleidsruimte. Er zijn twee uitersten denkbaar. De passieve taakopvatting is dat het monetaire beleid op een neutrale geldvoorziening wordt gericht, zodat verstoringen vanuit de monetaire sfeer op de bestedingen achterwege blijven. Daartegenover staat de actieve opvatting: het monetaire beleid moet als zelfstandig instrument worden ingezet om conjunctuurschommelingen tegen te gaan. Dit kan door bij voorbeeld een directe renteverlaging na te streven of de wisselkoers te manipuleren. Hoewel in het beleid van de De Nederlandsche Bank nog steeds de eerste opvatting overheerst, zijn er in het recente *Jaarverslag 1984* sporen te vinden die op een verschuiving naar een actievere opstelling van het monetaire beleid wijzen 1).

Zo lijkt er sprake van een accentverschuiving in het beleid dat op de stabilisatie van de *interne* waarde van de gulden is gericht. In het verleden probeerde De Nederlandsche Bank om de liquiditeitsquote te beheersen ten einde op die manier de inflatie te voorkomen. De aanwas van liquiditeiten bij het bankwezen werd afgestemd op de groei van het nationale inkomen. Hiertoe werd in de periode 1977-1981 de directe kredietrestrictie gehanteerd, die de ruimte voor het geldscheppende bedrijf van het bankwezen vastlegde. Inderdaad daalde de quote in de periode 1977-1979, of steeg zij gering (in 1980 en 1981). Het belang dat aan de liquiditeitsquote werd gehecht, lijkt na die tijd echter te zijn afgenomen. Want in de jaren 1982/1983 steeg de liquiditeitsmassa in verhouding tot de groei van het nationale inkomen sterk. Ook in het *Jaarverslag 1984* wordt geconstateerd dat de groei van de liquiditeitsmassa „fors” is (8,8%) en boven de verwachte stijging van het nationale inkomen uitgaat. Dit wordt echter positief gewaardeerd: het bezit aan financiële activa bij het bedrijfsleven stijgt daardoor (met 25%), de cash flow eveneens, en de vermogensverhoudingen worden verbeterd. Dit zijn randvoorwaarden voor investeringsherstel. De president van de Bank stelt dan ook dat de ruime liquiditeitsverhoudingen nog wel enige tijd kunnen worden getolereerd.

De vraag is of deze accentverschuiving in het monetaire beleid het resultaat is van bewust beleid of door de praktijk is opgedrongen. Het heeft er alle schijn van dat het laatste het geval is. De liquiditeitsquote kan namelijk niet langer worden beheerst, omdat de monetaire expansie niet aan binnenlandse factoren is toe te schrijven, maar voornamelijk door liquiditeitstoevoer uit het buitenland wordt gevoed: 5,2 procentpunten van de totale groei van de liquiditeitsmassa van 8,8%. Het omvangrijke overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans van f. 16 mrd. op transactiebasis, dat niet volledig werd gecompenseerd door de uitstroom van kapitaal, was hiervoor verantwoordelijk. De binnenlandse geldschepping viel juist geheel terug: de banken financierden hun bescheiden kredietexpansie met lang aangetrokken middelen, en de overheid financierde haar tekort nagenoeg neutraal. De Nederlandsche Bank heeft nauwelijks middelen om het inflatiepotentieel dat door het buitenland wordt gevoed, af te romen. Het ligt voor de hand om de kapitaalexport te bevorderen, maar de mogelijkheden hiertoe zijn gering: een rentedaling op de kapitaalmarkt kan niet direct tot stand worden gebracht omdat De Nederlandsche Bank geen obligaties op de markt mag brengen of uit de markt mag nemen, waardoor zij de lange rente zou kunnen beïnvloeden. De geldmarktrente kan wel worden gemanipuleerd, en hiermee indirect de kapitaalmarktrente, maar dit kan botsen met het wisselkoersbeleid dat de Bank wil voeren. De conclusie is dan ook dat het de Bank ontbreekt aan instrumenten om de liquiditeitsaanwas weer in de pas te doen lopen met de groei van het nationale inkomen. Alleen herstel van de investeringen kan het liquiditeitsoverschot absorberen en daarmee het inflatiegevaar verminderen.

Misschien is de onmacht van De Nederlandsche Bank om het inflatiepotentieel rechtstreeks te bestrijden wel de reden geweest om ook de bakens te verzetten met betrekking tot de *externe* waarde van de gulden. Opvallend is de opmerking in het *Jaarverslag 1984* dat het wisselkoersbeleid als instrument kan worden gebruikt om de binnenlandse bestedingen te stimuleren. De gedachte is dat een wisselkoersaanpassing de koopkracht ten goede komt doordat zij de invoerprijsstijging tempert. „Per saldo resulteert een opwaardering van een valuta in een herverdeling van de uit loonmatiging voortvloeiende voordelen tussen exportsector en voor de binnenlandse markt opererende bedrijven” (blz. 23). Zo'n opwaardering kan het resultaat zijn van marktkrachten als de gulden apprecieert ten opzichte van zwevende valuta's zoals de dollar, maar kan ook voortvloeien uit een bewust genomen beleidsbeslissing als het gaat

om spilkoersaanpassing ten opzichte van EMS-valuta's. Zeker in vergelijking tot een „bepaald bedenkelijke” lastenverlichting die drukt op het financieringstekort, of gedifferentieerde loonvorming die tot een algemene loonronde kan leiden, verdient een wisselkoersaanpassing de voorkeur, zo stelt het *Jaarverslag*.

Met het gebruik van de wisselkoers voor binnenlandse doeleinden wordt gebroken met de door De Nederlandsche Bank in het verleden gevolgde beleidslijn. Dit beleid behelsde in de praktijk dat de Duitse mark en de Duitse rentestand op de voet werden gevolgd. De opvatting was dat zo een sterke, maar vooral stabiele wisselkoers kon worden gehandhaafd die het vertrouwen van de belegger wekte. Op termijn zou daardoor een rentedaling mogelijk zijn. Een directe manipulatie van de wisselkoers uit hoofde van binnenlandse overwegingen werd van de hand gewezen omdat 'zij slechts op korte termijn tot successen kon leiden.

Het wekt verbazing dat nu met deze beleidslijn uit het verleden is gebroken. Zijn er fundamenteel sterke factoren in de Nederlandse economie aanwezig die niet in de wisselkoers ten opzichte van de andere EMS-landen – en vooral de Bondsrepubliek – zijn verwerkt? In het *Jaarverslag* worden ze niet genoemd. Wellicht dat de constatering in het *Jaarverslag* dat de Duitse mark soms ten onrechte door beleggers als sterker wordt gezien dan de gulden kwaad bloed heeft gezet. Maar daar zal een revaluatie die niet „gedragen” wordt door de markt niets aan veranderen. Het is onwaarschijnlijk dat beleggers de duurdere gulden dan wel boven de Duitse mark zullen prefereren. Het gevolg van de overschatting van de Bank kan zijn dat als de dollarkoers verder daalt, de beleggers – terecht of niet – de Duitse mark boven de gulden blijven verkiezen, en de Bank zal moeten interveniëren om de gulden binnen de nieuwe marges te houden. Dit betekent dat de geldmarkt wordt verkrappt en de rente gaat stijgen. Van een ondersteuning van het herstelproces komt dan niets terecht.

Bovendien is onzeker wat de overige effecten van een wisselkoersaanpassing zijn. Verschillende krachten werken hier tegen elkaar in. Volgens het huismodel van de Bank – het MORKMON-model (monetaire-reële kwartaalmodel voor Nederland) – zal de lopende rekening verbeteren omdat het positieve effect van de ruilvoetverbetering groter is dan het negatieve effect van het verlies aan concurrentiekracht 2). Bovendien verbetert het financieringstekort met 0,1, 0,2, en 0,3% van het nationale inkomen na resp. 4, 8 en 16 kwartalen, is er een licht positief effect op de bestedingen, en daalt de korte rente licht. Maar het MORKMON-model berekent slechts de gevolgen van een depreciatie van de dollar met 10%. De wisselkoersverhouding tussen de gulden en alle andere valuta's verandert niet. Een ander model, zoals het VICTOR-model (vier sectoren), dat aansluit bij het Freia-model van het CPB, berekent wel de gevolgen van een algemene appreciatie van de gulden (met 5%) 3). De uitkomsten zijn dan anders: het financieringstekort neemt toe (onder andere doordat de opbrengst van het aardgas in guldens daalt), de rentelast stijgt, de lopende rekening verslechtert en de reële grootheden worden niet positief beïnvloed (op korte termijn zelfs negatief). Hoe kan een lastenverlichting vanwege het vermeende negatieve effect op het financieringstekort zonder meer worden afgewezen, terwijl een wisselkoersaanpassing, met zijn mogelijkere wijs veel grotere negatieve effecten, serieus wordt overdacht? Er kan niet aan de indruk worden ontkomen dat de gevolgen van een revaluatie, vooral ten opzichte van bij voorbeeld de Duitse mark, niet goed zijn doordacht.

Het *Jaarverslag 1984* staat in het teken van de veranderingen van het monetaire beleid. Op het gebied van de inflatiebestrijding zal de Bank noodgedwongen genoeg moeten nemen met de rol van toeschouwer die moet toekijken hoe de liquiditeitsquote steeds verder oploopt. Alleen investeringsherstel kan het liquiditeitsoverschot afromen. Maar het geloof van de Bank in het herstel is niet sterk. Zij probeert daarom de opleving met eigen middelen te bespoedigen door een actief wisselkoersbeleid te voeren. Hoe goed ook bedoeld, daarmee overschat zij haar eigen kunnen.

H. Kamps

1) De Nederlandsche Bank, *Jaarverslag 1984*, Amsterdam, 1985.

2) De Nederlandsche Bank, *MORKMON. Een kwartaalmodel voor macro-economische beleidsanalyse*, Monetaire Monografieën nr. 2, 1984, blz. 94 e.v.

3) J. Verbruggen, *VICTOR. Een vier-sectorenmodel voor de Nederlandse economie*, Ministerie van Economische Zaken, discussienota 8502.