

Monetaire politiek in open economieën

Een vergelijking tussen Nederland en Zwitserland

De doelstellingen van het monetaire beleid, het beheersen van de geldhoeveelheid en het stabiliseren van de wisselkoers, zijn bij een grote interdependentie van geld- en valutamarkt niet altijd gelijktijdig te realiseren. In dit artikel wordt het monetaire beleid van Zwitserland en Nederland met elkaar vergeleken, twee kleine, open economieën wier belangrijkste handelspartner West-Duitsland is. De auteurs constateren dat het Zwitserse beleid vooral gericht is op beheersing van de geldhoeveelheid en het Nederlandse op stabilisatie van de wisselkoers. Aangezien de economische verschillen in het „DM-blok” beperkt zijn, hoeft het gevoerde beleid in geen van beide landen te leiden tot verwaarlozing van de 'secundaire' doelstelling

DRS. E.E. VAN LAER – DRS. A.F.E. LOS*

Inleiding

In het begin van de jaren zeventig begonnen de monetaire autoriteiten van de belangrijkste industrielanden jaarlijks monetaire hoeveelheidsdoelstellingen te publiceren¹). Mede onder invloed van de opkomst van het monetaristische denken in de theoretische economie waren steeds meer beleidsmakers ervan overtuigd geraakt dat het monetaire expansietempo directe invloed had op de nominale economische groei. Via een monetair hoeveelheidsbeleid wilde men de destijds relatief hoge inflatietempi reduceren zonder de reële groei te schaden. De aangekondigde monetaire groei-doelstellingen bevonden zich veelal enigszins beneden de nominale groeiramingen (in sommige gevallen werden verwachte mutaties in de omloopsnelheid van de geldhoeveelheid ook in de analyse betrokken). Vooral in de eerste jaren na deze ommezwaai in de wijze van uitvoering van monetaire politiek bestonden er grote onzekerheden omtrent de empirische relaties tussen de verschillende monetaire aggregaten, nominale groei en de inflatie. Deze relaties bleken veelal per land te verschillen, terwijl de stabiliteit ervan niet altijd overtuigend kon worden aangetoond. Onder andere om deze reden werden de doelstellingen niet altijd bereikt en gingen de autoriteiten er soms toe over om andere monetaire aggregaten te kiezen dan in voorgaande jaren.

Behalve door deze overgang, veranderde het beleidsterrein van centrale banken van karakter door de definitieve instorting van het stelsel van vaste wisselkoersen in 1973. Ook hier was sprake van internationaal uiteenlopende reacties op de nieuwe situatie. Sommige landen kozen voor vrij zweven van hun munt, andere besloten hun valuta te koppelen aan een andere munteenheid of aan een combinatie van valuta's (de zogenaamde „mandjes”). In veel gevallen werd geopteerd voor een positie tussen deze uitersten en poogden de autoriteiten de nationale valuta binnen zekere marges te laten zweven ten opzichte van één of meer andere munten („dirty” ofwel „managed floating”). Binnen de industriële wereld werd de keuze voor een min of meer vaste wisselkoers vooral gedaan door kleinere landen ten opzichte van de valuta(s) van hun belangrijkste handelspartner(s). Deze keuze lag in veel gevallen voor de hand, aangezien veranderingen in concurrentiekracht tegenover een dergelijke handelspartner ongewenst werden geacht met het oog op de uiteindelijke doelstellingen van

het beleid (economische groei, inflatie, betalingsbalans e.d.).

Bovenstaande omstandigheid compliceert echter het monetaire beleid in niet onaanzienlijke mate. Immers, in plaats van één doelstelling (beheersing van de monetaire expansie) diende het monetaire beleid nog een tweede te bewerkstelligen (bepaalde wisselkoersverhoudingen). Deze doelstellingen worden nagestreefd op de geld- respectievelijk valutamarkt. Bij een grote interdependentie tussen deze markten zal het beleid van de centrale bank zich echter slechts op één doelstelling kunnen richten. Beleidsingrijpen op een van beide markten, t.b.v. een van beide doelstellingen, heeft onder die omstandigheden immers tevens gevolgen voor de andere markt en dus voor de andere doelstelling.

De haalbaarheid van de doelstellingen van monetair beleid hangt niet alleen af van de kenmerken van financiële markten. Ook het ter beschikking staande instrumentarium speelt een belangrijke rol. Instrumenten van centrale banken kunnen als volgt gerangschikt worden:

- directe controle over de geldhoeveelheid via kredietrestricties, valutamarktinterventies en restricties op het internationale kapitaalverkeer;
- indirecte beheersingssystemen via beïnvloeding van de (geldmarkt)rente (open-marktpolitiek, discontopolitiek e.d.) en/of door middel van liquiditeitsverplichtingen.

De instrumenten hangen samen in de zin dat bij voorbeeld lagere kredietplafonds, naast een drukkend effect op de groei van de geldhoeveelheid, een opwaartse druk op de rente zullen uitoefenen. Derhalve dient, bij toepassing van directe instrumenten, onderscheid te worden gemaakt tussen primaire en secundaire effecten. De laatste hebben betrekking op de rentevoet. De indirecte instrumenten werken *uitsluitend* via de rente. Hierdoor zal het onderscheid tussen de typen instrumenten in de praktijk veelal moeilijk te maken zijn.

Indien een centrale bank bij voorbeeld de wisselkoers wenst te verdedigen, kunnen in principe beide typen instrumenten worden ingezet. Verkrappende interventies op de

* De auteurs zijn hoofd respectievelijk medewerker van het Economisch Bureau van Pierson, Heldring en Pierson N.V. Zij danken G.W.H. Ekker en P. Jurriens voor hun suggesties.

1) OESO, *The role of monetary policy in demand management*, Parijs, 1975.

valutamarkt beperken het aanbod van de nationale munt waardoor de wisselkoers onder opwaartse druk komt. Het aankopen van de eigen valuta (tegen verkoop van buitenlandse) verkrapt echter tegelijkertijd de geldmarkt, waardoor de korte rente zal stijgen. Ook dit zogenaamde secundaire effect zal de gewenste wisselkoersbeweging bevorderen. Behalve gebruik te maken van het directe instrumentarium kan de centrale bank ook kiezen voor het indirecte. Men kan de binnenlandse geldmarkt bij voorbeeld verkrappen via open-marktopoperaties, hetgeen ook een renteverhogend effect heeft. Beide typen instrumenten kunnen aldus worden ingezet ten behoeve van de wisselkoersdoelstelling. Bedacht dient echter te worden dat beide typen acties ook gevolgen hebben voor de andere monetaire doelstelling, i.c. de geldgroei. Hogere rentes maken het aanhouden van geen of slechts laag rentedragende liquide kassen, waaruit de geldhoeveelheid (deels) bestaat, minder aantrekkelijk. Het tempo van de monetaire expansie zal in dat geval waarschijnlijk afnemen. Deze illustraties laten zien dat een configuratie van het terugbrengen van de geldgroei en het ondersteunen van de wisselkoers, met behulp van het ter beschikking staande instrumentarium, in principe te realiseren is. Deze situatie wordt rechtsboven in tabel 1 weergegeven.

Tabel 1. Keuze problemen in geval van meerdere beleidsdoeleinden a)

Doelstellingen	$\Delta M1$	$\Delta M1$
e1 e1	keuze probleem geen keuze probleem	geen keuze probleem keuze probleem

a) Een toename in het monetaire groeitempo wordt weergegeven door $\Delta M1$, een daling door $-\Delta M1$, opwaartse en neerwaartse druk op de wisselkoers door respectievelijk e1 en e1.

Indien men echter, naast het bewerkstelligen van opwaartse druk op de wisselkoers, tegelijkertijd de monetaire groei wenst te stimuleren, wordt laatstgenoemde doelstelling juist belemmerd door hogere rentevoeten. De centrale bank wordt in dat geval geconfronteerd met een keuze probleem (linksboven in tabel 1), en zal prioriteit dienen toe te kennen aan één van beide doelstellingen. Dezelfde redeneringen kunnen worden gegeven voor de onderste rij in de tabel. Een lagere wisselkoers kan worden bewerkstelligd door verruimende valuta- en/of geldmarktinterventies. Lagere rentes leiden tot een snellere geldgroei (linksonder). Indien men echter juist de monetaire groei wenst af te remmen, ontstaat weer een keuze probleem (rechtsonder).

In de praktijk zullen de dilemma's zich meestal niet zo scherp voordoen. Door het gelijktijdig hanteren van beide soorten instrumenten zullen monetaire autoriteiten bovendien veelal trachten dergelijke keuze problemen te ontlopen 2). Naarmate een land echter afhankelijker is van de buitenlandse handel gaat de wisselkoers een grotere rol spelen in de formulering van het monetaire beleid. Het ligt derhalve voor de hand dat potentiële dilemma's zich eerder in relatief kleine, open economieën zullen voordoen. Tegen deze achtergrond wordt in dit artikel een vergelijking gemaakt tussen het Nederlandse en Zwitserse monetaire beleid sinds het loslaten van het stelsel van vaste wisselkoersen in 1973. Voor beide landen is Duitsland verreweg de belangrijkste handelspartner. Uit dien hoofde besloten de monetaire autoriteiten in beide gevallen een bepaalde relatie van hun munt ten opzichte van de D-Mark te handhaven. In beide landen ten slotte, werden monetaire hoeveelheidsdoelstellingen bekend gemaakt. De vraag doet zich voor of bovengeschetste keuze problemen zich daadwerkelijk hebben voorgedaan, welke beleidsreacties hierop volgden en hoe het instrumentarium en de doelstellingen in de loop van de tijd werden aangepast. In de volgende twee paragrafen zal een korte schets worden gegeven van het Zwitserse en Nederlandse monetaire beleid. Daarna wordt de relatie met het wisselkoersbeleid onderzocht. In de slotparagraaf wordt een vergelijking tussen beide gemaakt en worden enkele conclusies getrokken.

Monetaire politiek in Zwitserland

Na de instorting van het systeem van vaste wisselkoersen in 1973 besloot de Schweizerische Nationalbank (SNB) haar monetaire beleid te richten op realisatie van binnenlandse doelstellingen van economische politiek 3). De monetaire autoriteiten verwachtten dat het systeem van zwevende wisselkoersen de controle over monetaire aggregaten zou verbeteren, omdat de lopende rekening van de betalingsbalans voortdurend naar evenwicht zou tenderen. Met andere woorden: men ging ervan uit dat de internationale afhankelijkheid van het monetaire beleid zou afnemen. De centrale doelstelling waar SNB haar beleid op wenste te richten, was stabilisatie van het binnenlandse prijspeil. Bij de concrete invulling van het hoeveelheidsbeleid werd derhalve met name aandacht besteed aan de relatie tussen diverse monetaire aggregaten en inflatie. Het aggregaat M1 (bestaande uit chartaal en giraal geld) werd in eerste instantie gekozen als doelstellingsvariabele. In tabel 2 wordt een historisch overzicht gegeven van de doelstellingen.

Tabel 2. Doelstellingen en realisaties van monetaire groei (%) a)

Jaar	Doelstellingsvariabele	Doelstelling	Realisatie
1975	M1	6	4,4
1976	M1	6	7,7
1977	M1	5	5,5
1978	M1	5	16,2
1979	-	-	-
1980	BNG	4	-0,6
1981	BNG	4	-0,5
1982	BNG	3	2,6
1983	BNG	3	3,6
1984	BNG	3	2,6
1985	BNG	3	

a) De groepercentages zijn berekend als gemiddelden van maandelijkse jaar-op-jaar-mutaties; in 1979 week de berekening hiervan enigszins af. Bron: Schweizerische Nationalbank.

De tabel laat zien dat het jaar 1978 cruciaal is geweest. De M1-doelstelling van 5% werd ruimschoots overschreden (16,2%). Het daaropvolgende jaar werd in het geheel geen doelstelling bekend gemaakt en vanaf 1980 werd overgegaan op een ander aggregaat. Deze ontwikkelingen zijn terug te voeren op de snelle appreciatie van de ZFr in 1977/78. Uit dien hoofde verslechterde de Zwitserse concurrentiepositie. In oktober 1978 besloot SNB om een expli-

2) Het gelijktijdig nastreven van wisselkoersstabiliteit en een monetaire groei-doelstelling zal worden verhinderd indien beleggers binnen- en buitenlandse financiële activa gelijkwaardig achten en/of de deva-vraag niet erg rentegevoelig is. Dit kan het beste worden geïllustreerd aan de hand van een gesteriliseerde interventie ter ondersteuning van de eigen valuta, uitgaande van evenwicht op alle financiële markten. De verkrappende werking van de valutamarktinterventie wordt in dat geval binnenlands gecompenseerd door geldmarktverruiming. Er ontstaan nu depreciatieverwachtingen aangezien de eigen valuta sterker is dan voor die tijd door deelnemers op financiële markten werd ingeschat. Het verwachte rendement op buitenlandse titels neemt hierdoor toe. Buitenlandse titels worden hierdoor dus aantrekkelijker. Kapitaalexport en depreciatie van de binnenlandse munt zijn hiervan het gevolg. Aldus wordt de aanvankelijke appreciatie (gedeeltelijk) tenietgedaan. Een formele afleiding van de noodzakelijke voorwaarden voor simultane realisatie van beide doelstellingen is te vinden bij J.M. Boughton, *Conditions for an active exchange rate policy with a predetermined monetary target*, IMF Staff Papers, december 1983.

3) Een uitgebreide beschrijving van achterliggende theoretische concepten en de opgedane ervaringen met de Zwitserse monetaire politiek kan worden gevonden in G. Rich en J.P. Béguelin, *Swiss monetary policy in the 1970s en 1980s*, SNB, mei 1982.

4) De 'Bereinigde Notenbankgeldmenge' bestaat uit chartaal geld gecorrigeerd voor de reserves die het bankwezen bij de centrale bank aanhoudt. Dit aggregaat, ook wel monetaire basis genoemd, wordt gecorrigeerd voor extra liquiditeitsvraag van het bankwezen, die aan het eind van iedere maand optreedt.

ciete wisselkoersdoelstelling te kiezen (ZFr/DM wisselkoers diende boven 0,80 te blijven) en was men tijdelijk bereid een snelle monetaire expansie te accepteren. Deze gebeurtenissen vormen een illustratie van het geschetste beleidsdilemma als de autoriteiten simultaan de wisselkoers willen laten depreciëren en de monetaire groei afremmen (rechtsonder in tabel 1). In 1980 werd een doelstelling voor de 'Bereinigde Notenbankgeldmenge' (BNG) bekend gemaakt 4). De BNG-toename bleef in 1980/81 bewust ver beneden de aangekondigde 4%-doelstelling. Dit hing samen met de onverwacht grote inflatoire druk die volgde op de snelle monetaire expansie van 1978. Sindsdien komen de uitkomsten weer min of meer overeen met de doelstellingen.

De mogelijkheid sinds 1980 om het hoeveelheidsbeleid, indien gewenst, flexibel aan te passen, zou erop kunnen wijzen dat BNG beter gecontroleerd kan worden dan M1. Om dit na te gaan dienen de tegenposten van BNG op de balans van de centrale bank te worden bezien. Deze bestaan voornamelijk uit de internationale reserves en kort overheidspapier. Via interventies in de valutamarkt, swaps en open-markttransacties is SNB in staat BNG vrijwel op dagbasis te beheersen. Het eerstgenoemde instrument valt, in onze tweedeling van het instrumentarium, onder de instrumenten die directe invloed hebben op de geldhoeveelheid en daarnaast rente-effecten genereren. Bovendien hebben valutamarktinterventies directe gevolgen voor de vraag/aanbodverhouding ten aanzien van de ZFr. Het ligt voor de hand dat SNB bij voorkeur tot valutamarktinterventies zal overgaan indien deze tegelijkertijd het gewenste effect op beide doelstellingen hebben. In termen van tabel 1 denken we dan aan combinaties van een lagere geldgroei en hogere wisselkoers (verkrappende interventies, rechtsboven) en van een hogere geldgroei en lagere wisselkoers (verruimend, linksonder). In de twee overige casusposities ontstaat echter een keuzeprobleem. In dergelijke gevallen zal de centrale bank pogen, door implementatie van de overige instrumenten, de doelstellingen desondanks zoveel mogelijk te verwezenlijken. Men wenst bij voorbeeld de wisselkoers te ondersteunen en, simultaan, de geldgroei te stimuleren. Verkrappende valutamarktinterventies zullen het beoogde wisselkoerseffect kunnen bewerkstelligen (ZFr worden uit de markt genomen, opwaartse rentedruk), terwijl het monetaire expansietempo hierdoor afneemt. Dit is tegengesteld aan de hoeveelheidsdoelstelling. SNB zal derhalve de effecten van de interventies op de binnenlandse geldmarkt trachten te steriliseren via verruimende open-marktoperaties en swaps. Deze maatregelen hebben een rentedrukkend effect. Welk effect zal overheersen is in het algemeen niet te zeggen, omdat dit afhangt van de specifieke reacties in de geld- en valutamarkt en van de omvang van de diverse maatregelen. Duidelijk is echter wel dat de diverse instrumenten tegen elkaar inwerken en dat SNB, indien deze casuspositie zich in hevige mate voordoet en lang aanhoudt, prioriteiten dient te stellen. Met andere woorden: de centrale bank zal, in het onderhavige voorbeeld, de ZFr moeten laten depreciëren, de geldgroei tot beneden het gewenste tempo zien dalen dan wel dienen te opteren voor een combinatie van deze ongewenste ontwikkelingen. Alhoewel SNB dus over beide typen instrumenten beschikt, impliceert dit kennelijk niet dat daarmee beleidsdilemma's uitgesloten zijn.

Monetaire politiek in Nederland

De Nederlandsche Bank (DNB) formuleerde reeds in 1968 een (soort van) monetaire hoeveelheidsdoelstelling en liep daarmee vooruit op de ontwikkelingen in het begin van de jaren zeventig. Deze doelstelling, door DNB het 'grote monetaire beleid' genoemd, kan niet zonder meer als een hoeveelheidsbeleid worden gekwalificeerd, omdat zij direct werd gerelateerd aan de groei van het netto nationaal inkomen (nni). De zogenaamde liquiditeitsquote (M2/nni) is sindsdien gehanteerd om de monetaire doelstellingen te formuleren. DNB poogt aldus de inverse van de omloopsnelheid van de liquiditeitsmassa te beheersen. Een be-

langrijk nadeel van deze uitdrukkingswijze is dat DNB, althans volgens haar eigen 'gematigd monetaristische' analyse, niet geheel in staat zal zijn nni (nominaal) te beheersen. Haar taak is primair de beheersing van de groei van het monetaire aggregaat. Hiervoor werd M2 gekozen 5). In tegenstelling tot de monetaire basis bestaat dit aggregaat niet alleen uit passiefposten op de balans van de centrale bank, maar ook op de balans van het particuliere bankwezen.

Het is niet eenvoudig een overzicht samen te stellen van de jaarlijkse doelstellingen van de liquiditeitsquote ten einde deze te vergelijken met de realisaties. De doelstellingen zijn namelijk niet altijd expliciet in de Jaarverslagen vermeld. In sommige gevallen is volstaan met het (impliciet) aangeven van een gewenste richting van de quote-ontwikkeling, terwijl voor andere jaren het onderwerp geheel buiten beschouwing bleef. In onderstaande tabel is aan de hand van de Verslagen van de President in de DNB-jaarverslagen gepoogd een dergelijk overzicht op te stellen, waarbij in enkele gevallen de gewenste ontwikkeling uit de context moest worden gedestilleerd.

Tabel 3. Doelstellingen en realisaties van de liquiditeitsquote, in procenten a)

Jaar	Doelstelling	Realisatie
1973	-	2,4
1974	0	2,8
1975	1	-1,3
1976	-	3,3
1977	-1	-0,3
1978	0	-0,9
1979	0	-0,2
1980 - 1984	-	4,8

a) De doelstellingen zijn afkomstig uit het Jaarverslag over het voorgaande jaar; de realisaties uit het Jaarverslag over het desbetreffende jaar. Bij de realisaties is vanaf 1977 de in dat jaar gestarte voor seizoenen en overheveling gecorrigeerde reeks gehanteerd. Bron: DNB-jaarverslagen.

Voor sommige jaren is in het geheel geen doelstelling bekendgemaakt. Verder dient te worden gewezen op het in het Jaarverslag 1976 geformuleerde middellange-termijnbeleid van een reductie van de liquiditeitsquote met minimaal 1% voor de jaren 1977 - 1980. In de daaropvolgende Jaarverslagen werd echter voor 1978 en 1979 stabilisatie aangekondigd. Sindsdien zijn er geen doelstellingen meer bekend gemaakt.

Behalve de veelal voorzichtige formulering van de doelstellingen valt op dat de realisatie, zowel qua omvang als qua richting, nogal eens afwijkt. Hiervoor is niet alleen de door DNB niet geheel te beheersen ontwikkeling van het nominale nni verantwoordelijk. Ook beperkingen in het instrumentarium voor de monetaire controle spelen een rol. Om dat te verduidelijken dienen we de tegenposten van M2 op de balans van de geldscheppende instellingen te bezien. Deze bestaan uit een buitenlandse en een binnenlandse component op de balansen van DNB en het bankwezen. Laatstgenoemde bestaat op zijn beurt uit de netto vlottende overheidsschuld en netto kredietverlening (kort krediet plus middellange uitzettingen minus aangetrokken lange middelen). Monetaire financiering door de overheid kan in principe worden beheerst via schuldpolitiek, terwijl de netto kredietverlening aan banden kan worden gelegd met behulp van de directe kredietrestrictie en/of liquiditeitsreserveregelingen. De directe kredietrestrictie is in de praktijk echter niet voortdurend van kracht. Sinds 1973 heeft deze maatregel alleen in de periode juni 1977 - december 1981 gegolden. Het (indirecte) instrument van liquiditeitsreserverplichtingen blijkt in de Nederlandse situatie minder effectief, omdat banken, in geval van sterke kredietvraag, de neiging hebben kort geld aan te trekken in plaats van hun kredietverlening te verminderen (Den Dunnen, 1981). Zelfs indien we veronderstellen dat met behulp van deze instru-

5) M2 bestaat uit chartaal en giraal geld alsmede kortlopende vorderingen op de overheid, korte-termijndeposito's, valutategoeden en oneigenlijk spaargeld.

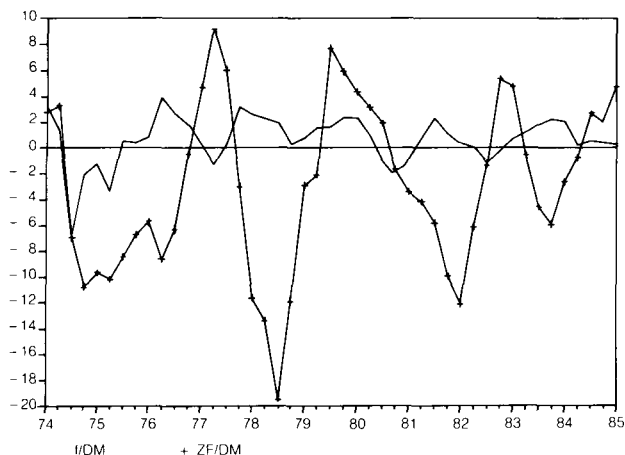
menten de binnenlands gegenereerde geldgroei kan worden beheerst, is daarmee nog niet de totale expansie van M2 onder controle. Dit hangt samen met de tweede component, i.c. de buitenlandse bijdrage tot de liquiditeitsvoorziening. Deze komt tot uiting in de mutaties van het netto buitenlands actief van DNB en het bankwezen. Met name in perioden van aanzienlijke lopende-rekeningoverschotten is het vrijwel onvermijdelijk dat de sector buitenland een positieve bijdrage levert aan de totale monetaire expansie (M2). Zo bedroeg deze bijdrage in de jaren 1981-84, toen Nederland voortdurend lopende-rekeningoverschotten kende, gemiddeld bijna de helft (47%) van de totale geldgroei (6). Aangezien deze buitenlandse creatie vrijwel onvoorspelbaar is, kan DNB haar beleid ten aanzien van de binnenlandse liquiditeitscreatie ook moeilijk afstemmen om dit te compenseren.

Ten slotte heeft DNB de beschikking over diverse mogelijkheden om de korte rente te beïnvloeden (open-marktopoperaties, discontopolitiek en swaps). Dit instrumentarium, in combinatie met contante valutamarktinterventies, wordt ingezet ten behoeve van het wisselkoersbeleid. De vraag doet zich thans voor of benutting van het rente-instrument eventueel ter beheersing van de geldgroei zou kunnen worden benut. Lagere rentes zouden immers kapitaalinstromen verkleinen en -uitstromen stimuleren, waardoor de buitenlandse contributie tot M2 zou kunnen worden beïnvloed. Een dergelijke maatregel zou echter tegelijkertijd de binnenlands gegenereerde geldgroei stimuleren. Daarmee bereiken we de conclusie dat DNB, gegeven haar instrumentarium, veelal niet in staat zal zijn de toename van M2 daadwerkelijk te beheersen. Tegen deze achtergrond is het begrijpelijk dat DNB in haar jaarverslagen steeds minder de nadruk is gaan leggen op de liquiditeitsquote, al wordt deze nog wel steeds berekend en gepubliceerd.

Wisselkoersbeleid en monetaire groei

In de beschrijving van het monetaire hoeveelheidsbeleid in Zwitserland en Nederland is naar voren gekomen dat dergelijke doelstellingen in het eerstgenoemde land preciezer worden geformuleerd en hardnekkiger worden nagestreefd dan in het laatstgenoemde. De vergelijking ten aanzien van de wisselkoersdoelstelling, stabilisatie van de nationale valuta's ten opzichte van de D-Mark, is nog niet aan de orde gekomen. In figuur 1 staan beide wisselkoersen vanaf 1974.

Figuur 1. f/DM en ZFr/DM, procentuele jaarlijkse mutaties



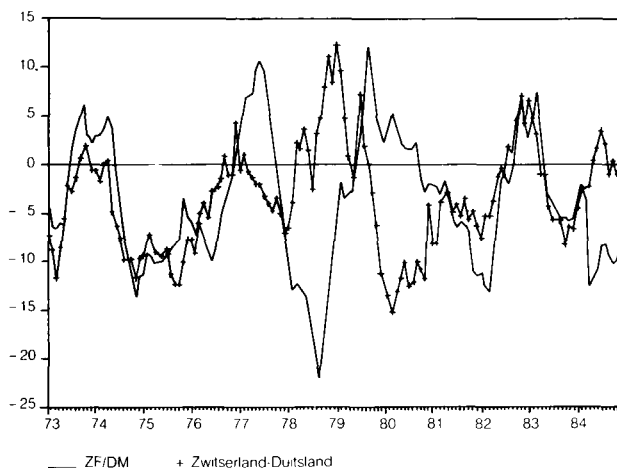
De figuur laat zien dat de gulden ten opzichte van de D-Mark stabiel is geweest dan de ZFr. De ZFr apprecieerde niet alleen bijzonder snel in de reeds gememoreerde jaren 1977/78, maar daalde in de daaropvolgende periode tot vrijwel het 'oude' niveau. Afgezien van deze turbulente periode is de ZFr/DM-koers aan beduidend grotere schommelingen

gen onderhevig geweest dan de f/DM-verhouding. Met name sinds de oprichting van het EMS (in maart 1979) is de stabiliteit van de gulden ten opzichte van de Duitse munt opmerkelijk.

De conclusie die hieraan kan worden verbonden is dat de wisselkoersdoelstelling in het Nederlandse monetaire beleid sterker wordt benadrukt dan in het Zwitserse. Gezien de omstandigheid dat beide landen in monetair opzicht nogal op elkaar lijken (open economieën en band met de D-Mark), is het opmerkelijk dat de autoriteiten in deze landen uiteindelijk tot zulke verschillende beleidsaccenten komen. In Zwitserland wordt in principe de nadruk gelegd op het hoeveelheidsbeleid, in Nederland op de wisselkoers. De functie die de ZFr in het internationale monetaire systeem als vluchtvaluta vervult, speelt in dit verband een belangrijke rol. In tijden van massale kapitaalstromen gericht op de Zwitserse munt is de kans klein dat de autoriteiten in staat zullen zijn een vastgestelde koers tegenover de D-Mark, die een dergelijk rol in minder sterke mate vervult, daadwerkelijk te handhaven. Mede hierom geeft men de voorkeur aan een flexibel wisselkoersbeleid en richt men zich vooral op de monetaire expansie. In het Nederlandse geval speelt er geen probleem dat de gulden in sterkere mate dan de D-Mark als vluchtvaluta functioneert. Derhalve kan men stabilisatie van deze koers als belangrijkste doelstelling kiezen. Daarnaast speelt het argument dat DNB het (brede) aggregaat M2 niet geheel kan beheersen.

Verwarring omtrent het zich al dan niet voordoen van dilemma's in de monetaire politiek is het gevolg van het feit dat in beide landen, in uittalingen van vertegenwoordigers van de centrale banken e.d., wel degelijk sprake is van twee doelstellingen. We noemen dit in het vervolg de 'primaire' en 'secundaire' doelstelling. Onze analyse is toegespitst op configuraties waarbij sprake is van conflicterende doelstellingen, omdat we geïnteresseerd zijn in beleidsreacties tijdens dergelijke situaties. In dit verband dient in het algemeen de vraag te worden gesteld of het voeren van een monetair beleid gericht op de gekozen primaire doelstelling, consequenties heeft voor de secundaire. Voor Zwitserland kan deze vraag vertaald worden in: „impliceert een monetair basisbeleid wellicht wisselkoersstabiliteit tegenover de D-Mark?“. Alhoewel wisselkoersmutaties veelal niet geheel kunnen worden verklaard uit verschillen in monetaire expansietempi, lijkt de hypothese verdedigbaar dat wissel-

Figuur 2. ZFr/DM en verschil M1-groei, procentuele jaarlijkse mutaties



6) In principe heeft DNB de mogelijkheid om grenzen te stellen aan het netto buitenlands actief van het bankwezen. Indien de autoriteiten deze regeling in de afgelopen jaren zouden hebben toegepast (d.w.z. een maximum hadden gesteld ten aanzien van de netto vorderingen op het buitenland), dan zouden de grote lopende-rekeningoverschotten grotendeels via de kapitaalrekening naar het buitenland zijn gesluisd. Een dergelijke ontwikkeling zou alleen mogelijk zijn geweest bij lagere rentes, hetgeen het wisselkoersbeleid zou hebben doorkruist (zie volgende paragraaf).

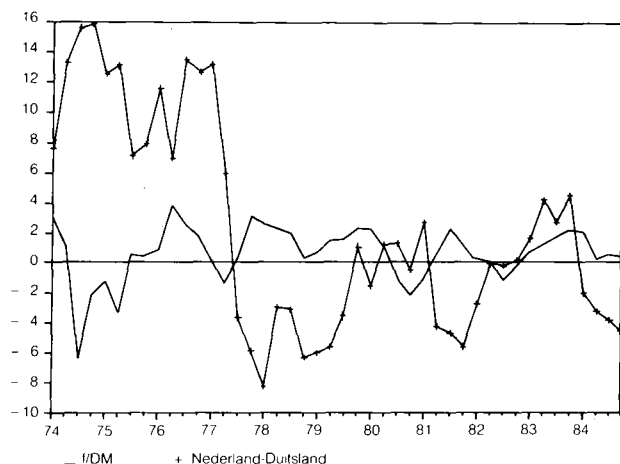
koersstabiliteit zonder harmonisatie van monetaire groei op de langere termijn onmogelijk is. Harmonisatie van monetaire groeitempi zal immers tot reductie van inflatieverschillen bijdragen.

In figuur 2 wordt de wisselkoersontwikkeling vergeleken met het verschil in groei van M1. Indien de Zwitserse monetaire expansie trager verloopt dan de Duitse, kan een appreciatie ten opzichte van de D-Mark verwacht worden (en vice versa).

De figuur laat zien dat het veronderstelde verband tussen wisselkoersmutaties en verschillen in monetaire groei zich in het recente verleden inderdaad heeft gemanifesteerd. De belangrijkste afwijkingen doen zich voor in de turbulente periode 1978 - 1980. In het eerstgenoemde jaar apprecieerde de ZFr fors, terwijl de Zwitserse geldgroei explodeerde. In de daaropvolgende jaren wordt deze situatie geleidelijk geredresseerd. De monetaire 'overhang' verdwijnt, terwijl de ZFr weer in waarde t.o.v. de D-Mark daalt. In het algemeen kunnen we echter wel concluderen dat een stabiele en lage geldgroei, min of meer conform het Duitse patroon, gepaard gaat met beperkte wisselkoersbewegingen.

Voor Nederland dient de vraag te worden omgedraaid: "impliceert een stabiele wisselkoersverhouding t.o.v. de DM dat de monetaire expansie min of meer parallel verloopt?". Met andere woorden: betekent wisselkoersstabiliteit in feite toch een hoeveelheidsbeleid? In figuur 3 worden, ter beantwoording van deze vraag, de verschillen in monetaire groeitempi (M2) weer vergeleken met de wisselkoersontwikkeling.

Figuur 3. f/DM en verschil M2-groei, procentuele jaarlijkse mutaties



De figuur maakt duidelijk dat de monetaire groeitempi sinds de tweede helft van 1979 beduidend minder uiteenlopen dan voor die tijd. Op het eerste gezicht is dit opmerkelijk omdat DNB, zoals hierboven werd gememoreerd, sinds 1980 geen monetaire groeidoelstellingen meer heeft geformuleerd. Met de komst van het EMS (maart 1979) werd het wisselkoersbeleid sterker benadrukt. In deze periode is dus een accentverschuiving opgetreden in de prioriteitenstelling van de doelstellingen. Met andere woorden, DNB is minder aandacht gaan besteden aan het zogenaamde 'grote' monetaire beleid en zich meer gaan concentreren op de wisselkoers (het zogenaamde 'kleine' monetaire beleid 7). Sindsdien zijn de monetaire groeiverschillen met West-Duitsland echter duidelijk verminderd. Ook voor Nederland lijkt onze hypothese, dat de primaire doelstelling (de wisselkoers) gevolgen heeft voor de secundaire (monetaire groei), dus niet geheel ongegrond. Tijdelijke afwijkingen in monetaire groeitempi blijken zich, net als in Zwitserland, wel voor te doen. De ontwikkeling op langere termijn echter verloopt ongeveer parallel.

De gebeurtenissen op valutamarkten in de eerste helft van 1985 illustreren de geschetste analyse. Zowel de Zwitserse frank als de gulden stonden sinds het begin van het

jaar ten opzichte van de D-Mark onder neerwaartse druk. DNB zag zich hierdoor genoodzaakt het rente-écart met Duitsland te vergroten. De vraag doet zich voor of dit strookt met andere onderdelen van het economisch beleid, aangezien zowel het omvangrijke overschot op de lopende rekening als het aarzelende herstel van de economie eerder op (de wenselijkheid van) lagere rentes wezen. Ook in Zwitserland wordt sinds het begin van het jaar een restrictief monetair beleid gevoerd. Hier is het beleid echter gericht op binnenlandse doelstellingen; vooral de hoger dan verwachte inflatie heeft de autoriteiten tot dit beleid doen besluiten. Het beleid kent echter het additionele voordeel dat hiermee de Zwitserse frank ondersteund wordt en ook de secundaire doelstelling gerealiseerd kan worden.

Samenvatting

De vergelijking tussen het Zwitserse en Nederlandse monetaire beleid leert dat de overgang naar monetaire hoeveelheidspolitiek en een systeem van flexibeler wisselkoersen de monetaire autoriteiten inderdaad voor dilemma's heeft geplaatst. De Zwitserse autoriteiten kozen voor de geldgroei als primaire doelstelling, maar hebben deze in 1978/79 terwille van de concurrentiepositie tijdelijk ingehuuld voor een wisselkoersdoelstelling. In Nederland werden de geldgroeidoelstellingen zeer voorzichtig geformuleerd, waarbij soms aanzienlijke afwijkingen optraden in de realisatie. Er werd steeds meer prioriteit gelegd bij de wisselkoersdoelstelling, en na de toetreding tot het EMS in 1979 is de f/DM-koers in feite de primaire doelstelling geworden. Sinds het begin van de jaren tachtig worden in beide landen de instrumenten van monetaire politiek vooral ingezet ten behoeve van genoemde primaire doelstellingen. Dit heeft realisatie van de secundaire doelstelling echter niet verhinderd. Deze recente ervaring zou erop kunnen wijzen dat de economische verschillen binnen het DM-blok beperkt zijn en dat simultane realisatie van beide doelstellingen in de praktijk veelal mogelijk zal zijn.

E.E. van Laer
A.F.E. Los

7) Wellicht zouden de benamingen 'groot' en 'klein' monetair beleid, gezien de accentverschuiving in de prioriteitenstelling, beter kunnen worden omgedraaid. Van de zijde van DNB is een en ander recentelijk als volgt geformuleerd (Den Dunnen, *Instrumenten van het geld- en valutamarktbeleid in Nederland*, Serie bank- en effectenbedrijf nr. 21, 1985, blz. 11): „Het geven van voorrang bij het geld- en valutamarktbeleid aan de instandhouding van de wisselkoers is aanvaardbaar, omdat het beleid ter beheersing van de geldgroei – de andere weg waarlangs prijsstabiliteit wordt nagestreefd – in ons land vrij goed kan worden gevoerd met behulp van instrumenten die de geldhoeveelheid rechtstreeks beperken, zoals kredietplafoning. Ook indien soms om wisselkoersredenen een lagere korte rente moet worden aanvaard dan wenselijk is voor de geldgroeidoelstelling, behoeft daardoor deze doelstelling niet te zeer in gevaar te komen”.