

Monetair beleid in Nederland en West-Duitsland

De stabiliteit van de guldenkoers ten opzichte van de Duitse mark is het belangrijkste richtsnoer voor het wisselkoersbeleid van de Nederlandsche Bank. Het monetaire beleid in West-Duitsland is derhalve van grote betekenis voor het monetaire beleid hier. In dit artikel wordt het beleid van de Bundesbank vergeleken met dat van DNB. Daarbij wordt ook het geldhoeveelheidsbeleid gezien. Beide monetaire autoriteiten staan voor de keuze prioriteit te geven aan externe dan wel interne doelstellingen. Anders dan in ons land blijken bij onze oosterburen binnenlandse overwegingen doorgaans het zwaarst te wegen.

J.J. VAN ANTWERPEN – DRS. J.H.P.M. VAN LANGE*

Schetsenderwijs wordt bij tijd en wijle wel gesteld, dat de Nederlandsche Bank (DNB) bij haar monetaire beleid blind vaart op de Deutsche Bundesbank (DBB). Bomhoff bij voorbeeld formuleerde dit vorig jaar als volgt: „Het monetaire beleid in Nederland koerst bijna op de automatische piloot omdat de Nederlandse gulden al vele jaren vastgekoppeld is aan de Duitse mark. Daarmee heeft Nederland de keuze van een monetaire strategie feitelijk overgedragen aan onze oosterburen”¹). Deze prikkende uitspraak van de Rotterdamse hoogleraar doet de behoefte ontstaan aan inzicht in de Nederlandse en vooral ook Westduitse monetaire politiek.

Hierop zal in dit artikel worden ingegaan. Allereerst zal zeer in het kort het monetaire beleid van DNB worden beschreven, gevolgd door een uitvoerige uiteenzetting over de geldpolitiek van DBB. Hierna zal, voor zover mogelijk, de monetaire politiek van beide landen met elkaar worden vergeleken en zullen enige conclusies worden getrokken.

Monetair beleid Nederland

De hoofdtaak van DNB, zoals vervat in de Bankwet 1948, is het reguleren van de waarde van de Nederlandse geldeenheid op zodanige wijze als voor 's lands welvaart het meest dienstig is, en daarbij die waarde zoveel mogelijk te stabiliseren. De centrale bank dient haar overigens zeer autonome beleid erop te richten, dat de koopkracht van de gulden in zo hoog mogelijke mate blijft gehandhaafd. Dit impliceert dat zij zowel de binnenlandse koopkracht van de gulden – de zogenaamde interne waarde van onze munt – moet bewaken als de buitenlandse koopkracht, ofte wel de externe guldenwaarde. Beide aspecten hangen nauw met elkaar samen. De monetair-politieke doelstelling van koopkrachtstabilisatie van de nationale munt wordt nagestreefd door middel van het wisselkoersbeleid en het geldhoeveelheidsbeleid. In dit verband wordt in ons land ook wel gesproken van het kleine respectievelijk grote monetaire beleid.

Klein monetair beleid

Bij de hantering hiervan heeft de centrale bank primair de stabilisatie van de externe guldenwaarde op het oog. DNB kan het bereiken van de door haar gewenste wissel-

koers bevorderen door interventies op de valutamarkt alsmede door toepassing van één of meer van haar geldmarktinstrumenten ter regulering van de (korte) rente. Bij het wisselkoersbeleid van DNB staat de positie van de gulden ten opzichte van de mark centraal. Dit is niet alleen gewenst vanuit de invalshoek van bevordering van het handelsverkeer met West-Duitsland, onze belangrijkste partner op dit vlak, maar vooral ook vanuit monetaire optiek. Door een stevige valutaire positie van de gulden vis-à-vis de munt van onze oosterburen, die zeer nadrukkelijk prijsstabiliteit nastreven, wordt een bijdrage geleverd aan de koopkrachthandhaving van onze munteenheid. Bovendien zal door de vertrouwenseffecten die het gevolg zijn van deze koppeling aan de valuta van een alom zeer krachtig geachte economie, uiteindelijk een zo laag mogelijke rente resulteren. In de praktijk probeert DNB de gulden enigermate boven de in het kader van het Europese Monetaire Stelsel (EMS) afgesproken spilkoers met de mark te laten noteren. De beweegreden hiervoor is dat DNB aldus poogt elke mogelijke achterdocht van buitenlandse zijde jegens de gulden te vermijden. Bij de hantering van het rente-instrument is het wijzigen van de officiële tarieven uiteraard de meest directe vorm. DNB gaat doorgaans tot zulk een aanpassing over in navolging van een dergelijke stap door haar collega in de Bondsrepubliek.

Daarnaast is voor de regulering van de rente op de geldmarkt van groot belang, in welke mate en tegen welke prijs het bankwezen ter dekking van het geldmarkttekort een beroep mag doen op DNB. Het contingent vormt hierbij de basissteun, terwijl additionele faciliteiten kunnen worden verstrekt in de vorm van speciale beleningen en/of valutawaps.

Reeds lange tijd is sprake van permanente tekorten op de geldmarkt. Het is echter duidelijk dat DNB in geval van een overschotsituatie evenzeer de behoefte heeft om de rente en daarmee de guldenkoers te sturen. Alsdan kan

* De auteurs zijn als medewerker respectievelijk senior-medewerker verbonden aan de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Zij zijn enkele collega's erkentelijk voor hun waardevolle commentaar op een eerdere versie van dit artikel, dat zij op persoonlijke titel hebben geschreven.

1) E.J. Bomhoff, De Nederlandsche Bank I, *NRC Handelsblad*, 30 april 1986.

de centrale bank dit surplus afromen door middel van de instelling van een verplichte renteloze kasreserve.

Resumerend kan worden gesteld dat het kleine monetaire beleid aansluit op de valuta- en geldmarkt. Door middel van haar ten dienste staande instrumenten kan DNB de korte rente sturen en daarmee de guldenskoers. Daarnaast kan direct worden geïntervenieerd op de valuta-markt. Op deze wijze tracht DNB de externe waarde van de gulden zo goed mogelijk te bewaken.

Groot monetair beleid

Voor het zoveel mogelijk handhaven van de interne waarde van de gulden staat DNB het grote monetaire beleid ter beschikking. Het centrale referentiecriterium hierbij is de zogenaamde liquiditeitsquote: de verhouding tussen de binnenlandse liquiditeitsmassa (ruim geldhoeveelheidsbegrip) en het nominale nationale inkomen.

Het beleid van DNB wordt zo goed mogelijk afgestemd op de drie bronnen van geldschepping, te weten het buitenland, de overheid en het bankwezen. De invloed van de centrale bank op de liquiditeitsverruimende dan wel -verkrappende werking uit hoofde van het verkeer met het buitenland is beperkt. Ook heeft DNB een slechts bescheiden invloed op het monetaire gedrag van de overheid.

Het zal dan ook duidelijk zijn, dat de geldscheppende activiteit van het bankwezen bij uitstek het aangrijpingspunt van het grote monetaire beleid is. Een nagestreefde beperking van de monetaire expansie zal veelal resulteren in enigerlei vorm van kredietbeperking. De indirecte kredietrestrictie, ofte wel liquiditeitsreserveregeling, houdt in dat de betrokken banken een periodiek door DNB vast te stellen percentage van hun binnenlandse toevertrouwde gelden in liquide vorm moeten aanhouden. Gegeven de feitelijk bij de banken aanwezige liquiditeiten kan door wijziging van dit percentage de omvang van de vrije liquiditeiten en daarmee de mogelijkheid tot kredietverlening worden beïnvloed.

Bij de directe kredietbeperking mag het totaal van het korte krediet aan de private sector en de (middel)lange uitzettingen, voor zover niet gefinancierd met kapitaalmarkt-middelen, slechts met een beperkt percentage toenemen. Indien de collectiviteit van de kredietinstellingen de toegestane groei overschrijdt, dienen de individuele banken die in overtreding zijn een renteloos deposito bij DNB aan te houden. De banken worden door het directe systeem aangezet tot het extra verwerven van lange middelen, zodat een opwaartse druk op de lange rente ontstaat, zulks in tegenstelling tot de indirecte kredietrestrictie, waarmee primair de korte rente wordt beïnvloed. Aangezien het instrument van de geldmarktrente volledig ter beschikking moet staan van het kleine monetaire beleid, wordt het grote monetaire beleid meestal niet ten uitvoer gelegd via de indirecte kredietrestrictie, maar door de directe kredietbeperking.

In februari 1986 werd door DNB met de representatieve organisaties van het kredietwezen afgesproken de binnenlandse geldcreatie te beperken via matiging van de groei van het netto geldscheppende bedrijf. Hiermee deed de informele kredietbeheersing haar intrede: een nadrukkelijk verzoek van DNB aan de banken om hun liquiditeitscreatie te beperken zonder dat van sancties sprake is. Deze beleidslijn werd in 1987 voortgezet, overigens wederom zonder de gebruikelijke begeleidende maatregel van een beperking van de kapitaalimport. De kredietbeheersing moest niet zozeer worden gezien in het licht van een actuele inflatie, als wel met het oog op vermindering van een potentiële toekomstige inflatie. Waarschijnlijk speelde echter eveneens een rol de weinig comfortabele valutarpositie van de gulden ten opzichte van de mark (mede geïnspireerd door de relatief uitbundige monetaire groei in ons land?) in de tijd dat de banken werden uitgenodigd deze afspraak met DNB te maken. Het jaarverslag van DNB wijst in deze richting 2). Hiermede wordt aangegeven dat het kleine en grote monetaire beleid zeker niet los van elkaar kunnen worden gezien. Afhankelijk van de actuele omstandigheden kan in meer of mindere mate van een wisselwerking tussen beide sprake zijn, waarbij zich een

primaat van het kleine monetaire beleid blijkt voor te doen.

Samenvattend kan worden opgemerkt dat het grote monetaire beleid in ons land zich richt op het stabiliseren van de interne waarde van de gulden waarbij het bankwezen het aangrijpingspunt voor het beleid van DNB is. Meestal wordt aan deze politiek vorm gegeven door een systeem van directe kredietbeperking. Het bankwezen wordt daardoor aangespoord lange middelen aan te trekken. Het grote monetaire beleid sluit dan ook nauw aan op de kapitaalmarkt.

Monetair beleid West-Duitsland

Algemene taakstelling

In artikel 3 van de 'Bundesbank'-wet wordt de Duitse centrale bank onder meer de taak opgedragen „den Geldumlauf und die Kreditversorgung der Wirtschaft zu regeln mit dem Ziel, die Währung zu sichern". Door artikel 12 van dezelfde wet staat echter vast, dat de DBB tevens is gehouden het algemeen economisch beleid van de regering te steunen. Hieraan kan zij zich weer onttrekken als 'unüberwindliche Konflikte' met haar eigenlijke opdracht dreigen op te treden. Daarbij kan de DBB zich beroepen op bijna volledige autonomie. Deze enigszins ambivalente wettelijke taakafbakening van de Duitse centrale bank leidde in het verleden soms tot wrijvingen met de regering 3), met name bij de interpretatie van de taak 'die Währung zu sichern'. De autonomie van de DBB besliste meestal de strijd, waardoor de centrale bank veelal aan prestige won. In de praktijk komt het er niettemin op neer, dat de DBB bij haar beleidskeuzes ook rekening houdt met de algemene economische doelstellingen, doch steeds vanuit prijsstabilisatie als basisvoorwaarde.

Wisselkoersbeleid

Het nastreven van koopkrachthandhaving krijgt in de Bondsrepubliek vooral gestalte in de beheersing van de binnenlandse geldhoeveelheid. Een eenduidig gedefinieerd wisselkoersbeleid ten dienste hiervan is echter niet zonder meer aanwijsbaar. Dit vloeit voort uit het feit dat een geldhoeveelheidsdoelstelling en een wisselkoersdoelstelling in de praktijk veelal niet te verenigen zijn 4). Door de positie waarin de mark in de jaren zeventig internationaal kwam te verkeren, werd het de Duitse monetaire autoriteiten allengs duidelijker, dat men zich niet in het belang van de binnenlandse ontwikkelingen aan externe valutarinvloeden kan onttrekken. Tegen deze achtergrond ontwikkelde zich bij de DBB een globaal wisselkoersbeleid, waarbinnen de accenten kunnen wisselen. Niettemin treft men in dit globale beleid een belangrijke leidraad aan gericht op binnenlandse prijsstabiliteit, met name door het nastreven van een constante reële wisselkoers. Ofschoon valuta-aanpassingen onder de competentie van de Bondsregering vallen, zal de DBB er zoveel mogelijk aan bijdragen dat de mark te gelegener tijd zal kunnen opwaarderen in de mate als voor de stabiliteitsvoorsprong van de Bondsrepubliek wenselijk is 5).

Als bij voorbeeld de interne prijsstabiliteit in gevaar komt, zal de DBB haar beleid aanpassen ten behoeve van een appreciatie respectievelijk revaluatie van de mark. Treedt daarentegen een te forse appreciatie van de mark op als gevolg van een speculatieve toevloed van internationale kapitaalstromen, dan zal op een gegeven moment de zorg voor de Duitse concurrentiepositie kunnen gaan overwegen. De DBB zal in een dergelijke situatie voor de keuze komen te staan de invoer van kapitaal al dan niet te ontmoedigen met renteverlagende stappen. Deze twee geschetste situaties die zich in het verleden voordeden, moeten als uitersten worden gezien. Het gaat er alleen om

2) De Nederlandsche Bank N.V., *Jaarverslag 1985*, Kluwer, Deventer, april 1986, blz. 85.

3) C. Köhler (DBB), *Handelsblatt*, 26 mei 1986 (bijlage).

4) W. Rieke (DBB), *Börsen Zeitung*, 1 november 1986.

5) H.E. Scharrer, *Währungspolitik*, WRR-werkdocument, 1982.

aan te geven, dat de DBB bij haar valutabeleid afwisselend de nadruk kan leggen op verschillende uiteindelijke doelvariabelen. Dit bleek ook toen de DBB enige jaren geleden de overtrokken dollarstijging met interventies probeerde te stoppen. Men wilde op deze wijze voorkomen dat de investeringen in de exportsectoren zich te nadrukkelijk zouden laten leiden door scheve valutaverhoudingen 6). Over het algemeen kan men stellen dat de DBB, voor zover het in haar macht ligt, te grote wisselkoersfluctuaties zal tegengaan. Daarbij zal zij bij excessieve valutaspansingen zelfs bereid zijn minder gewicht toe te kennen aan de geldhoeveelheidsdoelstelling.

Het lijkt er op dat de DBB in een wereld van toenemende mobiliteit van kapitaalstromen steeds meer problemen zal krijgen om haar binnenlandse doelstellingen zoveel mogelijk te vrijwaren van invloeden van buiten. Dit geldt met name in de beleidskeuze ten opzichte van de zwevende valuta's, in het bijzonder de dollar. Daarentegen is het DBB-valutabeleid jegens de EMS-valuta's beter voorspelbaar, omdat het grotendeels door de afgesproken marges van het Europese muntstelsel wordt bepaald. Toch overwoog bij de DBB meestentijds een zeer passieve en kritische houding ten opzichte van het EMS en met name de voorstellen tot verdere uitbouw daarvan 7).

Vooraf met betrekking tot de praktijk van de intramarginale interventies stelt men zich zeer gereserveerd op. Interessant is in dit verband de recente uitspraak van dr. Helmut Schlesinger, vice-president van de DBB: „Die Geldpolitik, deren vorrangige Aufgabe darin besteht, ein möglichst freies Wirtschaftswachstum zu ermöglichen, kann freilich kein festes Wechselkursziel verfolgen" 8).

Concluderend zou men kunnen stellen, dat het wisselkoersbeleid van de DBB dikwijls moet worden gezien als een compromis tussen tegenstrijdige economische en politieke belangen en eigen basisprincipes. De ene keer gaat de balans in de richting van een lagere wisselkoers ten behoeve van de economische groei, een andere keer overweegt men een sterke markt uit hoofde van een beleid gericht op interne prijsstabiliteit. Soms staat het belang van het EMS centraal, dan weer de positie tegenover de Amerikaanse dollar. In de keuze van instrumenten komt een en ander naar voren in het feit, dat men afwisselend de voorkeur geeft aan de vrije werking van de markt of aan interventies en rentemaatregelen.

Geldhoeveelheidsbeleid

De Duitse centrale bank heeft niet de bevoegdheid om een directe kredietbeheersing toe te passen 9). In de geest van de 'Marktwirtschaft' dient de DBB vraag en aanbod van middelen indirect te beheersen door middel van de liquiditeitspositie van het bankwezen en het rentemechanisme op de financiële markten. Al naar gelang vraag en aanbod afwijken van haar eigen geldhoeveelheidsdoelstelling, zal de DBB liquiditeitspolitieke en/of rentepolitieke maatregelen nemen.

De DBB richt zich bij haar geldhoeveelheidsbeleid voornamelijk op de Zentralbankgeldmenge (ZBG) 10). Deze wordt gevormd door de som van het chartaal geld in handen van de niet-financiële sectoren en de minimum-reserve tegoeden van de banken bij de DBB. Sinds 1948 zijn de banken verplicht om een bepaald percentage van hun toevertrouwde gelden renteloos bij de DBB aan te houden. De componenten waaruit de ZBG wordt opgebouwd zijn die van het ruime geldhoeveelheidsaggregaat (M3), bestaande uit het chartaal geld van de niet-monetaire sector, rekening-couranttegoeden, termijndeposito's en spaargelden. In de ZBG worden de laatstgenoemde drie componenten slechts opgenomen voor de bedragen bepaald door de minimumreserveverplichtingen. Er bestaat derhalve een nauw verband tussen de ZBG en M3. De laatste vormt weliswaar de weerslag van het netto geldscheppend bedrijf, maar wordt door de DBB als operationele doelvariabele minder geschikt geacht dan de ZBG. Deze heeft namelijk het voordeel dat zij naast operationele kwaliteiten tevens kan fungeren als 'graadmeter' van het geldscheppingsproces. De ZBG-gegevens zijn rechtstreeks te ontlezen aan de weekbalans van de DBB, die het aggregaat zo-

doende op de voet kan volgen. Tevens houdt de centrale bank voortdurend zicht op haar eigen bijdrage in het geldscheppingsproces. De extra monetaire ruimte die jaarlijks wordt gevormd, bestaat voornamelijk uit door de DBB nieuw gecreëerd chartaal geld, alsmede uit de additionele middelen die zij de banken via beleningen ter beschikking stelt om aan de minimum-reserveverplichtingen te voldoen.

Daar de ZBG, M3 en de binnenlandse economische ontwikkeling nauw aan elkaar zijn gerelateerd 11), wordt de na te streven monetaire expansie c.q. groei van de ZBG gebaseerd op de verwachte ontwikkeling van een aantal economische grootheden, te weten:

- de verwachte groei van de productiecapaciteit;
- de wenselijke verandering in de bezettingsgraad;
- de onvermijdbare binnenlandse prijsstijging;
- de verwachte ontwikkeling van de omloopsnelheid van het geld.

Jaarlijks besluit men in december welke monetaire groei in het komende jaar moet worden nagestreefd op basis van het verwachte beloop van bovenstaande variabelen. De groei-doelstelling zal minder stringent worden gevolgd indien onvoorziene ontwikkelingen daartoe aanleiding geven.

Monetair-politiek instrumentarium

De DBB grijpt hoofdzakelijk in op de geldmarkt. Zij neemt daarbij maatregelen, die de hoeveelheid liquiditeiten hetzij direct hetzij indirect (via de rente) beïnvloeden. Op de Duitse geldmarkt zijn de DBB en de banken de voornaamste partijen. De niet-bancaire sector participeert nauwelijks, mede omdat de omvang van het verhandelbare korte papier gering is en in hoge mate door de banken wordt opgeëist als onderpand voor hun positie bij de DBB. De liquiditeits- en rente-instrumenten van de centrale bank vallen uiteen in die met korte-termijneffecten ('Feinsteuerung') en die met meer langdurige effecten ('Grobsteuerung').

Feinsteuerung

Met 'Feinsteuerung' zal de DBB trachten tijdelijke, ongewenste fluctuaties op de geldmarkt op te heffen. De wens is de geldmarkt zo geruisloos mogelijk bij te sturen 12). De centrale bank wordt evenwel nauwlettend door de internationale financiële markten gevolgd. Het 'geruisloze' handelen is dan ook veelal niet meer dan een vrome wens. Bovendien bepaalt de DBB, direct of indirect, de rente van de middelen die zij de markt toesluit. De geringste verandering in de prijs wordt door de internationale financiële wereld onmiddellijk als beleidssignaal opgevat. De 'Feinsteuerung'-instrumenten zijn te onderscheiden naar liquiditeitsverruimende en -verkrappende operaties. Het belangrijkste instrument dat DBB hanteert bij (tijdelijke) verruiming van de geldmarkt is het 'Effekten'- of 'Wechselfensionsgeschäft'. De banken krijgen hierbij de gelegenheid om overheidspapier of handelswissels bij de centrale bank in belening te geven. De DBB zal de toewijzing van de hoeveelheid liquiditeit laten afhangen van de uitkomst van de tender via welke de banken hun wensen naar voren kunnen brengen. Afhankelijk van de marktstandigheden zal de DBB een volume- of een rentetender uitschrijven. De looptijd van de belening is meestal ongeveer 30 dagen. Daarnaast biedt de centrale bank soms

6) H. Schlesinger (DBB), Voordracht Sparkassenakademie, 25 juli 1986.

7) Zie o.a. P. Ludlow, *The making of the EMS*, 1982, Butterworths European Studies; H. Schmidt, *NRC Handelsblad*, 21 januari 1987 (Supplement).

8) H. Schlesinger (DBB), *Handelsblatt*, 5 januari 1987.

9) H.J. Dudler (DBB), *Central Bank views on monetary targeting* (conferentie-papier), New York, 1982.

10) Die Deutsche Bundesbank, *Geldpolitische Aufgaben und Instrumente*, Sonderdruck nr. 7, 1980. Hierna herhaaldelijk als bron benut.

11) H. Schlesinger (DBB), *Central Bank views on monetary targeting* (conferentie-papier), New York, 1982.

12) K.O. Pöhl (DBB), *Handelsblatt* (interview), 15 mei 1984.

verruiming via valutaswaps (contante deviezenaankoop tegen verkoop op termijn). Ten slotte heeft DBB de bevoegdheid om bij kortstondige verkrapping de bij haar aangehouden tegoeden van de overheid in de geldmarkt uit te zetten.

Als verkrappend instrument onder 'Feinsteuerung' geldt het 'Devisenpensionsgeschäft'. Hiermede geeft de DBB op korte termijn een deel van de officiële reserves bij de banken in belening. Deze ruilen dan in feite een deel van hun liquiditeit in voor een tijdelijke claim op een bepaald bestand van de deviezenreserves. Voorts behoren tot 'Feinsteuerung' alle meer incidentele openmarktoperaties, waarbij DBB kort overheidspapier en bepaalde bankaccepten ('Privatdiskonten') in de markt plaatst (bij verkrapping) of uit de markt neemt (bij verruiming).

Grobsteuerung

De instrumenten behorend tot het 'Grobsteuerung'-beleid kunnen niet duidelijk worden onderscheiden naar liquiditeitsverruimende of -verkrappende werking. Ze worden in beide richtingen aangewend. Men kan de instrumenten wel indelen naar de mate waarin ze rechtstreeks bij de rente of het liquiditeitsvolume aangrijpen. Rentebepalend zijn bij voorbeeld de wijzigingen van de discontorente en de Lombardrente. Verandering van de 'Mindestreserven'-ratio's, het 'Rediskont'-contingent en het 'Lombard'-plafond beïnvloeden daarentegen in eerste instantie het liquiditeitsvolume.

De verhoging of verlaging van de discontovoet is van invloed op de kosten van verdiscontering van geldmarktpapier (zoals handelswissels) met een maximale resterende looptijd van drie maanden. Deze operaties vallen onder de 'Rediskont'-faciliteit, die de banken kunnen benutten tot aan het bedrag van het hen individueel toegewezen normcontingent. Door verhoging of verlaging van het contingent van het totale bankwezen kan de centrale bank het liquiditeitsvolume beïnvloeden. Naast de 'Rediskont'-faciliteit verstrekt de DBB ook 'Lombard'-kredieten. Dit zijn beleningen tegen onderpand van daartoe aangewezen geldmarktpapier met een maximale restantlooptijd van drie maanden. 'Lombard'-krediet wordt in beginsel slechts verleend ter overbrugging van tijdelijke liquiditeitsbehoeften. De 'Lombard'-voet is dan ook hoger dan het disconto. Onder normale omstandigheden wordt het 'Lombard'-beroep beperkt door de omvang van het resterende beleenbare papier in handen van de banken. De DBB kan evenwel bij uitzonderlijke omstandigheden een 'Lombard'-plafond instellen en een 'Sonderlombard'-faciliteit openen voor het beroep dat het opgelegde plafond te boven gaat. De rente op laatstgenoemde faciliteit ligt veelal beduidend hoger dan het normale 'Lombard'-tarief. Bovendien kan het tarief dagelijks worden veranderd. Voorts kan de DBB met het 'Mindestreserven'-instrument de ratio's van het bij haar te deponeren aandeel van de bancaire toevertrouwde gelden wijzigen, waardoor de vrije reserves van de banken worden beïnvloed. Naast bovenvermelde instrumenten heeft de DBB ten slotte nog de mogelijkheid om tot een bepaald bedrag lang overheidspapier te kopen of te verkopen. Dergelijke interventies ter regulering van het geldmarktvolume zijn echter zeer uitzonderlijk.

Toenemend belang van 'Feinsteuerung'

Zwevende wisselkoersen en toenemende bewegingen in de internationale kapitaalstromen maken de beheersbaarheid van de Duitse monetaire situatie steeds moeilijker. Dit is een belangrijke reden waarom de DBB de teugels strak wenst te houden en meer en meer 'Feinsteuerung' aanwendt. Een andere factor die de DBB tot een groter gebruik van dit beleidsinstrumentarium aanzet, is de jaarlijkse hoge winstuitkering van de Duitse centrale bank aan de overheid. In de afgelopen jaren beliep het winstbedrag telkens meer dan DM 10 mrd. Daar deze middelen bijna volledig in de geldmarkt terecht kwamen, werd via deze weg gelijktijdig een belangrijk deel van het jaarlijkse nieuwe basisgeld ter beschikking gesteld. Het betekende evenwel dat de liquiditeitstoevoeging via het 'Redis-

kont' en de 'Mindestreserven'-regeling in relatieve zin moest worden teruggedrongen. Tevens werd de ruimte verkleind om middels 'Grobsteuerung' een meer structureel geldbeleid te voeren.

De DBB had tot begin 1985 vrij veel moeite om het 'Feinsteuerungs'-mechanisme goed afgesteld te krijgen. Door het restrictieve beleid in de periode 1980-1983 lagen de geldmarkttarieven bijna aanhoudend boven het 'Lombard'-tarief. De banken trokken daardoor voor grote bedragen op deze faciliteit, die aldus bijna een liquiditeitsbron van structurele aard werd, in plaats van een beperkte, tijdelijke middelenbron. De DBB zocht dan ook voorzichtig naar een weg om de geldmarktrente weer tussen het disconto- en het 'Lombard'-tarief te krijgen. „Ein zwischen Diskont- und Lombardsatz schwankender Geldmarktsatz würde es der Bundesbank ermöglichen, so wie früher, die Banken anhalten zu können den Lombardkredit nur als eine kurzfristige Fazilität anzusehen", aldus Bundesbankpresident Pöhl in mei 1984 (13). Negen maanden later verhoogde de DBB het 'Lombard'-tarief van 5,5 % tot 6 %. Het disconto bleef ongewijzigd, maar het 'Rediskont'-contingent werd verhoogd. De maatregelen stonden zeer duidelijk in het teken van de bovenvermelde problematiek en hadden geen valulaire zorgen als achtergrond, zoals destijds door velen ten onrechte werd geconcludeerd. Het rentebeeld op de geldmarkt bleef naar aanleiding van genoemde stappen dan ook vrijwel onveranderd. Wel kwamen sindsdien de geldmarkttarieven tussen het disconto en het 'Lombard'-tarief te liggen, terwijl de 'Wertpapier'- en 'Wechselpensionsgeschäfte' de belangrijkste instrumenten werden via welke DBB de geldgroei doelstellingen tracht te verwezenlijken.

Samenvattend kan worden geconstateerd, dat de beheersing van de binnenlandse geldhoeveelheid in de Bondsrepubliek uitsluitend op indirecte wijze verloopt. Het instrumentarium dat de DBB tot haar beschikking heeft, grijpt uiteindelijk telkens aan bij de liquiditeit van het bankwezen. Hierbij onderscheiden zich maatregelen die van meer structurele aard zijn ('Grobsteuerung') en maatregelen die op korte termijn de gewenste richting moeten aangeven ('Feinsteuerung'). Sinds het begin van de jaren tachtig is het belang van het laatstgenoemde instrument sterk gestegen. Dit is het gevolg van de toenemende invloed van externe ontwikkelingen op het beloop van de binnenlandse geldhoeveelheid. „Besonders die Geld- und Kreditpolitik kommt zunehmend in ein Spannungsverhältnis zwischen nationaler Aufgabenerfüllung und internationaler Freizügigkeit", zo stelde Prof. dr. Köhler van de Bundesbank (14). Ook de omvangrijke winst van de DBB, die met name wordt gerealiseerd op de deviezenreserves, treedt op als een hinderlijk element in de door DBB nagestreefde ordelijke beheersing van de geldhoeveelheid. Dit is overigens het belangrijkste raakvlak waarop de dekking van de overheidstekorten en het geldbeheersingsbeleid verstorend op elkaar inwerken. Alles bijeen vertoonde het beleid van DBB tot nog toe een redelijke mate van flexibiliteit, die men steeds zoveel mogelijk trachtte te benutten, getuige het toenemende beroep op de 'Feinsteuerung'.

Verschillen en overeenkomsten

Tegen de achtergrond van het voorafgaande zal in het navolgende worden ingegaan op de verschillen en overeenkomsten in het monetaire beleid zoals dat in de kleine zeer open Nederlandse economie en de grote open West-Duitse volkshuishouding wordt gevoerd. Hoewel onze oosterburen geen onderscheid maken tussen een klein en groot monetair beleid, zal daarbij toch een min of meer vergelijkbare indeling worden gehanteerd die uitgaat van de

13) K.O. Pöhl (DBB), *Handelsblatt* (interview), 15 mei 1984.

14) C. Köhler (DBB), *Die Zeitschrift für das Gesamte Kreditwesen*, nr. 23, 1985, blz. 1066.

interne dan wel de externe waarde van de valuta als primaire invalshoek.

Wisselkoersbeleid

De Nederlandse monetaire autoriteiten beogen met hun wisselkoersbeleid eerst en vooral een stabilisatie van de guldenkoers ten opzichte van de in financiële kringen zeer solide geachte mark. De in het EMS-arrangement afgesproken spijkoers met de Westduitse munt fungeert daarbij als referentiepunt. Zoals vermeld is de meest comfortabele positie die waarbij de gulden iets boven deze spijkoers noteert.

Bij een herschikking van de munten in het EMS zullen de Nederlandse autoriteiten een ongewijzigde verhouding met de mark wensen te realiseren, hetgeen in de praktijk een revaluatie van gelijke omvang betekent. De slechte ervaringen die zijn opgedaan met de eenmalige actie in het voorjaar van 1983 om de gulden bij de mark te lateri achterblijven, geven aan dat ter zake grote waarde moet worden gehecht aan een bestendig beleid. Een dergelijke vastberadenheid wint aan belang nu verwachtingen en niet-rationele factoren steeds nadrukkelijker hun stempel drukken op de veelal hectische ontwikkelingen op de financiële markten. Een voorspelbaar monetair beleid van DNB zal leiden tot een krachtige munt met in het verlengde daarvan een relatief lage inflatie en rente waarbij de markrente een bodem vormt. DNB-directeur Szász merkte hieromtrent recentelijk het volgende op: „Na de eerste maanden van 1983 heeft een negatief rente-ecart met Duitsland zich nauwelijks meer voorgedaan, en een vermindering van het ecart kwam steeds tot uitdrukking in een verzwakking van de koers. Politieke en economische factoren vestigden in de markt de indruk dat bij toekomstige spijkoerswijzigingen de gulden op zijn best met de mark zou meegaan en daar wellicht weer bij zou achterblijven. De Duitse rente werd daardoor een vloer waar onze rente wel boven kon liggen maar niet onder” 15). Overwegingen ten aanzien van de concurrentiepositie van het bedrijfsleven spelen bij het Nederlandse wisselkoersbeleid voornamelijk een rol in die zin, dat het prealabele karakter van de gulden/mark-verhouding een stabiele positie tegenover onze belangrijkste handelspartner tot gevolg heeft. De resulterende schommelingen van de guldenkoers ten opzichte van andere valuta's worden als een min of meer noodzakelijk uitvloeisel geaccepteerd.

Bij onze oosterburen kan eigenlijk niet van een nauw omschreven wisselkoersbeleid worden gesproken. De Westduitse monetaire autoriteiten missen een eenduidig referentiekader zoals DNB dat heeft. Dit betekent geenszins dat niet een zekere stabiliteit – in de zin van het afvlakken van al te grote fluctuaties – van de externe waarde van de mark wordt nagestreefd. Zo lijkt bij tijd en wijle sprake van ad hoc doelstellingen voor de markkoers ten opzichte van de Amerikaanse dollar (bij voorbeeld vanuit een optiek van concurrentiepositie), die minder verwant zijn met de doelstelling van interne prijsstabiliteit. Ook het lidmaatschap van het EMS legt uiteraard bepaalde verplichtingen op aan het wisselkoersbeleid van de Bondsrepubliek. Geleidelijk heeft de mark binnen dit wisselkoersstelsel, evenals destijds in de slang, de (niet-officiële) rol van referentiemunt aangenomen. Vanuit deze positie heeft de DBB zich een zekere ruimte gecreëerd om haar eigen binnenlandse doelstellingen soms zwaarder te laten wegen dan voor de stabiliteit van het EMS wenselijk zou zijn. Het belangrijkste oogmerk van de DBB lijkt al met al te zijn een adequate bijdrage te leveren aan het bereiken van interne prijsstabiliteit.

Het in het kader van het wisselkoersbeleid toegepaste instrumentarium grijpt zowel in het geval van DNB als van de DBB aan bij de geldmarkt. De invloed op de korte rente en daarmee op de wisselkoers loopt voornamelijk via het officiële tarief dat de banken in rekening wordt gebracht wanneer zij een beroep doen op de centrale bank. Een wijziging hiervan leidt tot een mutatie in de korte tarieven aangezien in beide landen de banken de geldmarkt domineren. Het maximale beroep dat de kredietinstellingen tegen betaling van de officiële tarieven op DNB mogen doen,

wordt vastgesteld in het kader van de contingentsregeling (koppeling aan de passiva van de banken). De Westduitse 'Lombard'-kredieten vinden hun begrenzing in de omvang van het beschikbare onderpandpapier. Zo nodig kan een 'Sonderlombard'-faciliteit worden geopend. De centrale banken kunnen aldus tijdelijk additionele faciliteiten ter beschikking stellen. De speciale beleningen in ons land kunnen worden vergeleken met de 'Pensionsgeschäfte' van onze oosterburen. In beide landen wordt onder omstandigheden het instrument van de valutaswaps toegepast. Vanzelfsprekend kunnen de beide centrale banken besluiten tot interventies op de valutamarkt. DNB heeft de mogelijkheid om, indien zulks vanuit geldmarkttechnische invalshoek gewenst zou zijn, overliquiditeit af te romen door middel van de ter beschikking staande kasreserve-overeenkomst. De DBB kan desgewenst het 'Mindestreserven'-percentage verhogen.

Geldhoeveelheidsbeleid

DNB en de DBB hebben het bereiken van een zo groot mogelijke interne prijsstabiliteit hoog in hun vaandel geschreven. Beide centrale banken zien het zo goed mogelijk beheersen van de monetaire ontwikkeling daarbij als een wezenlijke bijdrage. De wijze waarop aan dit beleid gestalte wordt gegeven loopt evenwel uiteen.

De Nederlandse centrale bank hanteert het concept van de liquiditeitsquote als graadmeter voor de monetaire verhoudingen. Een ruim gedefinieerd geldhoeveelheidsbegrip M2 wordt daarbij gerelateerd aan het nationale inkomen. Een eenduidige monetaire streefwaarde voor de hoogte van de quote is niet voorhanden. Op zeker moment kan de liquiditeitsvoorziening niettemin te ruim worden geacht en kan DNB ingrijpen door middel van enigerlei vorm van kredietbeheersing. In dergelijke situaties is de afgelopen tien jaren steeds geopteerd voor een directe kredietbeperking, in een formele vorm, dan wel – zoals sinds begin 1986 het geval is – in een informele vorm. Bij het vaststellen van de toelaatbare kredietexpansie wordt door DNB uitgegaan van een raming van de reële groei en van de prijsstijging. Bij de beoordeling van de feitelijke groeitempi van de kredietverlening van de banken worden op de relevante uitzettingen de lange passiva in mindering gebracht. De banken worden aldus aangezet tot het extra aantrekken van lange middelen, waarmee de druk van de kredietrestrictie naar de kapitaalmarkt wordt verlegd, hetgeen tot een (relatieve) stijging van de lange rente kan leiden.

Aangezien het wisselkoersbeleid aangrijpt bij de geldmarkt c.q. de korte rente, wordt een conflict tussen het kleine en grote monetaire beleid vermeden doordat met twee instrumenten twee doeleinden worden nagestreefd. Ook bij het grote monetaire beleid kan ons land het zich niet permitteren al te zeer uit de pas te lopen met onze oosterburen. DNB-directeur Wellink stelde eind 1985 – enkele maanden voordat de vigerende informele kredietbeheersing van kracht werd – in dit verband: „Een groei van de geldhoeveelheid die jaar in, jaar uit zou uitgaan boven de Duitse geldgroei, leidt op den duur tot een hogere inflatie dan in Duitsland, een zwakkere gulden en een relatief hoge en oplopende rente” 16).

De centrale bank van onze oosterburen hanteert een monetair aggregaat, namelijk de zeer ruim gedefinieerde geldhoeveelheid M3, als uiteindelijke monetaire doelvariabele. De ZBG die hiermede nauw samenhangt fungeert om specifieke redenen echter meer als operationele doelvariabele. In termen van de ZBG wordt een monetaire doelzone geformuleerd. Bij de bepaling hiervan spelen de geraamde volume- en prijsstijging van het nationale produkt een gewichtige rol. Hoewel de DBB uitgaat van een

15) A. Szász, De ruimte voor rentedaling, *ESB*, 28 januari 1987, blz. 93.

16) A.H.E.M. Wellink, Prijst de prijsontwikkeling, toespraak gehouden op 4 november 1985 ter gelegenheid van de jaarvergadering van het Koninklijk Nederlands Ondernemersverbond, opgenomen in *Kwartalbericht 1985/3* van De Nederlandsche Bank N.V., blz. 37-42.

monetair aggregaat en DNB van een quote-concept, is het feitelijke verschil in de praktijk derhalve beperkt.

Een belangrijk onderscheid tussen het Nederlandse en Westduitse geldhoeveelheidsbeleid is dat het beleid van de DBB aangrijpt bij de geldmarkt, terwijl het DNB-beleid primair de kapitaalmarkt beïnvloedt. Terwijl in ons land indien nodig reeds jaren een direct systeem van kredietbeheersing wordt toegepast, is bij onze oosterburen noodzakelijkerwijs van een indirecte aanpak sprake: via de regulering van de bancaire liquiditeit wordt de geldschepping door het bankwezen beïnvloed.

Bij het wisselkoersbeleid werden reeds diverse geldmarktinstrumenten van de DBB vermeld. In het kader van het geldhoeveelheidsbeleid kan nog eens extra worden gewezen op de mogelijkheid het 'Mindestreserven'-percentage te variëren. Op analoge wijze kan DNB overigens verplichte kasreservepercentages instellen in het kader van een in beginsel mogelijke indirecte kredietrestrictie. DBB beschikt in tegenstelling tot DNB voorts over het middel van de openmarktpolitiek, doordat zij kan besluiten tot aan- of verkoop van lang overheidspapier. Ten slotte behoort de 'Rediskont'-faciliteit tot het structurele instrumentarium. Zowel het wisselkoersbeleid als het geldhoeveelheidsbeleid van de DBB hebben derhalve de geldmarkt als aangrijpingspunt. In de Bondsrepubliek staat het op interne prijsstabiliteit gerichte geldhoeveelheidsbeleid centraal; hiermee vergeleken is het belang van het wisselkoersbeleid in zekere zin slechts van ondergeschikte betekenis.

Tot slot

Ten aanzien van het wisselkoersbeleid kan worden geconcludeerd, dat het Westduitse en Nederlandse instrumentarium ter beïnvloeding c.q. regulering van de positie van de munt duidelijke overeenkomsten vertonen. Het

doel waarmee en de wijze waarop deze middelen worden ingezet is echter nogal verschillend: DNB voert een in hoge mate volgend beleid, terwijl de DBB een veel onafhankelijker koers vaart. Bij het beleid in Nederland, een kleine en open economie, prevaleert de gulden/mark-verhouding, terwijl bij de politiek van onze oosterburen doorgaans interne economische overwegingen de doorslag geven.

In de Westduitse situatie grijpen zowel het wisselkoers- als het geldhoeveelheidsbeleid aan bij de geldmarkt, omdat de beheersing van de bancaire geldschepping op indirecte wijze plaatsvindt. Hoewel dit een keuzeproblematiek met zich kan meebrengen, „staat veelal de geldgroei-beheersing voorop” 17). Een dergelijk afwegingsvraagstuk doet zich bij de monetaire beleidsvoering door DNB niet of nauwelijks voor. Het geldhoeveelheidsbeleid sluit, gegeven de reeds jaren bestaande voorkeur voor een directe vorm van kredietrestrictie, immers aan bij de kapitaalmarkt, zulks in tegenstelling tot het wisselkoersbeleid dat vooral via de geldmarkt loopt. Het Nederlandse kapitaalmarktinstrumentarium is nogal beperkt. Ook in de Bondsrepubliek is weliswaar geen sprake van een veelkleurig palet instrumenten, maar de aan- en verkoop van lang overheidspapier is een mogelijkheid die daar, zulks in tegenstelling tot ons land, wel degelijk kan worden toegepast.

Indien de uitkomsten op monetair terrein voor Nederland worden gezien – krachtige valutarite positie van onze munt, een relatief lage inflatie en rente – moet worden geconcludeerd dat de nadrukkelijke beleidsmatige koppeling aan de Bondsrepubliek – met haar gunstige resultaten op economisch en monetair gebied – een verstandige keus is.

J.J. van Antwerpen
J.H.P.M. van Lange

17) E. den Dunnen, *Instrumenten van het geld- en valutamarktbeleid in Nederland*, Kluwer, Deventer, 1985, blz. 11.