

Monetaire dilemma's

Dank zij de onverwacht gunstige internationale conjunctuur kan De Nederlandsche Bank (DNB) in het deze week verschenen *Jaarverslag 1988* met "enige voldoening" terugzien op het afgelopen jaar. De sombere voorstellingen die vorig jaar nog geuit werden over het verloop van de conjunctuur in 1988 zijn door de feitelijke ontwikkelingen gelogenstraft. Met de voorzichtigheid die centrale bankiers eigen is wordt de verwachting uitgesproken dat er reden bestaat "met enig vertrouwen uit te zien naar de zich aftekenende ontwikkelingen in 1989". Zorgen zijn er nog genoeg, maar het belooft toch wel een goed jaar te worden.

Tot de negatieve ontwikkelingen die het huidige gunstige klimaat kunnen doen omslaan behoren volgens DNB de begrotingssituatie in de VS, het tot stilstand komen van het internationale betalingsbalansaanpassingsproces, het schuldenvraagstuk en het oplopen van de inflatie. De problemen van de nationale overheidsfinanciën, vorig jaar zo prominent aanwezig in het verslag, krijgen wat minder aandacht. Met tevredenheid constateert de Bank zelfs dat de feitelijke ontwikkelingen van de overheidsfinanciën in 1988 een keer ten goede hebben laten zien. In navolging van de OESO en het IMF legt DNB echter grote nadruk op het gevaar dat de inflatie weer gaat oplopen. In het verslag worden de nadelen van inflatie nog eens op een rij gezet en wordt gewezen op het belang van het tijdig nemen van maatregelen om een heropleving van de inflatie te beteugelen. Een toenemende inflatie kan tot meer onzekerheid leiden, waardoor ondernemers tot minder investeringen zouden kunnen gaan besluiten en de spaarneiging zou kunnen afnemen. Het uiteenlopen van de inflatievoeten in verschillende landen kan bovendien het streven naar wisselkoersstabilisatie frustreren, zo wordt betoogd.

Juist op een moment dat de inflatie bijna nergens ter wereld zo laag is als in Nederland kan het geen kwaad er op te wijzen dat dit niet vanzelfsprekend zo hoeft te blijven. DNB is duidelijk niet bereid het Nederlandse inflatietempo naar het Europese gemiddelde te laten toekruipen. Hoewel de instrumenten om interne doelstellingen van het monetair beleid na te streven sterk aan kracht hebben ingeboet door de internationalisering van kapitaalstromen en de samenwerking binnen het EMS wil DNB de inflatie toch trachten te bestrijden door het voeren van een restrictievere monetaire politiek. De dreigende kredietrestricties voor het bankwezen, het gebruik van openmarkt-politiek om de markt een signaal te geven in welke richting DNB wil dat de rente zich begeeft en de verhoging van het disconto bevestigen dit beeld.

De sterke positie van de gulden in het EMS en de afvlakking van de yield-curve doen twifelen aan de urgentie van het voeren van een anti-inflatie beleid. De afvlakking van de yieldcurve geeft aan dat de markt ervan uit gaat dat het met de inflatiedreiging wel mee zal vallen. De externe koopkracht van de gulden is de laatste twee jaar bijzonder groot. Het volume van de invoer is de afgelopen twee jaar sterker gestegen dan het volume van de uitvoer, terwijl ook de groei van het volume van de invoer van verbruiksgoederen in 1988 nog ruimschoots boven de stijging van de consumptieve bestedingen bleef, zodat wederom sprake was van importpenetratie. De structurele achterstand van Nederland ten opzichte van de Bondsrepubliek, bij voorbeeld wat betreft levensstandaard (bnp per hoofd) en economisch draagvlak (de lagere participatiegraad) rechtvaardigen een beperkte, geleidelijke depreciatie van de gulden ten opzichte van de Duitse mark. Passend bij deze ontwikkeling is een

iets ruimer monetair beleid en een iets hogere inflatie. Momenteel is de Nederlandse inflatie echter lager dan de Duitse. Het aan een ruimere monetaire politiek verbonden nadeel van een hogere nominale rente hoeft bij de huidige krachtige groei van de investeringen niet zo'n probleem te zijn. Niet zozeer de particuliere investeringen, maar veeleer de overheidsfinanciën vormen momenteel een knelpunt van de economie. Een iets hogere inflatie draagt bij aan een reële verlichting van de schuldenlast van de overheid.

In het wisselkoersbeleid staat stabilisatie van de wisselkoersen centraal. Het doel is niet alleen stabilisatie van de wisselkoersen binnen het EMS, maar ook moet internationale coördinatie er toe bijdragen dat een scherpe stijging of daling van de dollarkoers voorkomen wordt. Het is spijtig dat DNB hier niet ingaat op een beoordeling van het in februari 1987 gesloten Louvre-akkoord. Dit akkoord zorgde enige tijd voor wisselkoersstabiliteit maar kon dat alleen maar bereiken door sterk fluctuerende rentes. De krach van oktober 1987 valt moeilijk los te zien van de in de voorafgaande maanden sterk oplopende rente in de VS en hiervoor zijn de monetaire autoriteiten ten minste medeverantwoordelijk. Met wat meer distantie dan een jaar geleden kan men nu iets meer zeggen over de merites van het omstreden Louvre-akkoord en dit zou tot een geheel andere visie op de wenselijkheid van internationale coördinatie van het wisselkoersbeleid kunnen leiden. Zo vergde het steunen van de dollar in 1987 omvangrijke interventies (\$ 120 mrd.) die met vertraging tot een ongewenste verruiming van de binnenlandse liquiditeitsmassa leidden. In 1988 was er sprake van behoorlijke fluctuaties op de valutamarkt. Het verschil tussen de hoogste en laagste dollarkoers was maar liefst 21% terwijl ook het Engelse pond en de Japanse yen in 1988 behoorlijk fluctueerden. Centrale banken zagen echter vrijwel af van interventies op de valutamarkt (slechts \$ 6 mrd.). De grotere flexibiliteit van de wisselkoersen heeft de internationale conjunctuur niet geschaad en ook niet tot paniek op de financiële markten geleid. Vergelijkt men de ontwikkelingen in 1988 met die in 1987 dan is het niet zonder meer duidelijk waarom de dollarkoers niet aan de vrije markt kan worden overgelaten.

Relativerende woorden spreekt het jaarverslag over de verwachtingen die men kan koesteren over het lot van de voorstellen van het comité-Delors die moeten leiden tot een Europese economische en monetaire unie. De functie van het comité is vooral het aangeven van de implicaties die met het afleggen van de weg naar het einddoel, de economische en monetaire unie, samenhangen. Het is voorbehouden aan de politiek om te besluiten of Europa die weg ook zal willen inslaan, zo stelt het verslag. Verdergaande monetaire integratie is geen zuiver technische kwestie, de politieke wil om weer een stukje van de nationale monetaire soevereiniteit af te staan zal beslissend zijn. In hoeverre de bereidheid hier toe zal bestaan, valt af te wachten. De reeds door Denemarken en het VK geuite bezwaren tegen het rapport doen inmiddels vrezen dat het met het omzetten van mooie plannen in concrete daden niet zo'n vaart zal lopen. In 1988 heeft het VK duidelijk prioriteit gegeven aan interne monetaire doelstellingen en getuige de kritiek van minister Lawson op het rapport van het comité valt het niet te verwachten dat men deze vrijheid zonder slag of stoot zal willen opgeven.

A.J. Wolters