

Beleidsopties voor de Bundesbank

W.W. Boonstra*

De Bundesbank staat vrijwel voortdurend voor een dilemma. Vanuit binnenlandse overwegingen is een krap-geldbeleid opportuun. Een renteverhoging heeft echter nadelige uitstralingseffecten voor de overige deelnemers aan het EMS. De Bundesbank beschikt evenwel over verscheidene opties om het monetaire beleid te verkrappen of krap te houden, zonder dat dit met een stijging van de geldmarktrente gepaard hoeft te gaan. Een monetair beleid dat de binnenlandse oorzaak van de Duitse geldgroei effectief aanpakt, maar tegelijkertijd elders in Europa een monetaire versoepeling niet in de weg staat, behoort tot de mogelijkheden.

Op donderdag 16 juli kwam het beleidsbepalende orgaan van de Bundesbank voor de laatste maal voor het zomerreces bijeen. Bij deze gelegenheid werd traditiegetrouw de monetaire ontwikkeling nader geanalyseerd en, indien opportuun, de geldgroei-doelstelling bijgesteld. Voorafgaand aan deze bijeenkomst werd in de financiële markten druk gespeculeerd over de te verwachten maatregelen. Gezien de uitbundige monetaire expansie werd alom een verkrappende maatregel verwacht, zij het dat de markten bepaald niet eensluidend waren over de vorm die deze maatregel zou aannemen. Zo leverde een inventarisatie van de *Wall Street Journal* maar liefst zeven verschillende in de markt levende verwachtingen op, uiteenlopend van nietsdoen tot een verhoging van het Lombardtarief tot 12% of hoger¹.

Ook stond de Bundesbank in de dagen voorafgaande aan de vergadering bloot aan grote politieke druk uit binnen- en buitenland om vooral toch maar niets te doen. Alle afspraken omtrent de onafhankelijkheid van de toekomstige Europese centrale bank ten spijt, konden de verzamelde ministers van Financiën toch de verleiding niet weerstaan om te trachten grip op de Bundesbank te krijgen.

De Bundesbank besloot uiteindelijk tot een verhoging van het discontotarief met 0,75% tot 8,75%, terwijl zij het Lombardtarief onveranderd liet. Tevens liet de bank de M3-groei-doelstelling voor 1992 ongewijzigd (3,5-5,5%). Met dit pakket aan maatregelen maakt de Bundesbank bovenal duidelijk dat het indammen van de monetaire expansie haar ernst is. Een tweede boodschap is echter dat zij wel degelijk rekening houdt met de externe omstandigheden. Een verhoging van het discontotarief (de ondergrens voor interbancair geldverkeer) alleen behoeft immers niet direct in een rentestijging op de geldmarkt te resulteren. Een verhoging van het Lombardtarief (de bovengrens voor interbancair geldverkeer) zou wat dat betreft harder zijn aangekomen. Tegelijkertijd maakte de bank echter ook duidelijk dat wat

haar betreft de geldmarktrentes eerder omhoog dan omlaag zouden moeten. Hiermee lijkt de Bundesbank voort te willen gaan op de ingeslagen weg van monetaire verkrapping via het rente-instrument, waarbij zij andere opties ongebruikt laat liggen. In dit artikel wordt allereerst ingegaan op de recente monetaire ontwikkelingen in de Bondsrepubliek. Vervolgens worden enkele beleidsopties die de Bundesbank tot haar beschikking heeft geïsoleerd beschouwd op hun effect, waarna door middel van combinatie van instrumenten een 'optimale' inzet van het instrumentarium wordt ontwikkeld. De belangrijkste vraagstelling is of het monetaire beleid van de Bundesbank ook in een andere vorm kan worden gegoten, zodanig dat de effectiviteit van haar beleid gelijk blijft of zelfs toeneemt, terwijl tegelijkertijd de uitstralingseffecten naar de omliggende landen worden beperkt.

Recente monetaire ontwikkelingen

Na de Duitse monetaire eenwording in 1990 stelde de Bundesbank zich aanvankelijk terughoudend op. Weliswaar stegen in het voorjaar van 1990 de lange rentevoeten al aanmerkelijk, in anticipatie op een verwachte inflatieversnelling, maar de Bundesbank verhoogde eerst in november van dat jaar haar officiële tarieven. In 1991 werden de officiële tarieven voorts in drie stappen aanmerkelijk verhoogd, waarbij het disconto steeg van 6 naar 8% en het Lombardtarief van 8,5 naar 9,75%. Aanvankelijk leek de inflatieversnelling nog mee te vallen, maar vanaf de tweede helft van 1991 begon de Duitse inflatie aan een stijging, die uitmondde in een top van 4,8% in

* De auteur is als hoofd van de activiteit Internationaal Onderzoek verbonden aan de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1. C. Middelman en J. Schmied, Economists set some options for Germany, *The Wall Street Journal*, 15 juli 1992.

maart van dit jaar. Weliswaar is het inflatietempo de laatste maanden weer wat gedaald, maar de vooruitzichten duiden op een Duitse inflatie die de komende jaren hardnekkig boven de 3% zal blijven hangen. Wat de Bundesbank bovendien verontrust is het feit dat de monetaire expansie (afgemeten aan M3) vanaf de tweede helft van 1991 een scherpe versnelling heeft ondergaan². De 'monetaire jas' was naar de mening van de Bundesbank toch al te ruim, doordat de eenmalige vergroting van de geldhoeveelheid met 15% uit hoofde van de Duitse monetaire eenwording groter was dan achteraf kon worden gerechtvaardigd. Het is dan ook met name de groei van de geldhoeveelheid die de Bundesbank het meeste zorgen baart³. In figuur 1 kan worden afgelezen hoe de geldhoeveelheid zich de afgelopen jaren heeft ontwikkeld, gerelateerd aan de doelstelling van de Bundesbank. Het blijkt dat de bank haar doelstellingen de laatste jaren vaker niet dan wel haalt, een ontwikkeling die haar geloofwaardigheid ondermijnt. Om deze reden houdt de bank dan ook hardnekkig vast aan een strak geld-groei-beleid. Opwaartse bijstelling van de doelzone van M3 voor dit jaar omdat de oorspronkelijke doelstelling toch niet meer kan worden gehaald was om die reden niet bespreekbaar. Het zou door de financiële markten zijn geïnterpreteerd als een capitulatie van de Bundesbank voor de inflatie (en de politieke druk); een oplopende kapitaalmarktrente zou hiervan het gevolg zijn geweest.

In de eerste helft van 1992 heeft de groei van M3 steeds zo rond de 9% geschommeld, bij een doelzone van 3,5 tot 5,5%. De recente aanscherping van het monetaire beleid wekt dan ook geen verwondering.

De internationale context

De Duitse kapitaalmarktrente vormt nog steeds de bodem voor de rentevoeten in het EMS-gebied. Op de geldmarkt dicteert de Bundesbank eveneens de norm, zij het dat een aantal kleine landen (België en Nederland) nu al enkele maanden een marginaal lagere geldmarktrente hebben dan Duitsland. Een verdere verlaging is echter uitgesloten zolang de Bundesbank de Duitse geldmarktrente niet omlaag stuurt. De andere grote EMS-landen, met name Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk, zijn er tot dusver niet in geslaagd om hun geldmarktrente onder het Duitse niveau te sturen. De Duitse ankerfunctie in het EMS, die recentelijk in dit blad nog ter discussie werd gesteld, is sinds het Deense 'Nej' tegen het verdrag van Maastricht althans in de financiële markten weer boven elke twijfel verheven⁴.

Zowel Frankrijk als het Verenigd Koninkrijk zouden een lagere rente goed kunnen gebruiken. Frankrijk heeft een zwakke conjunctuur bij een grote mate van monetaire stabiliteit, terwijl de Britten er maar niet in slagen om zich daadwerkelijk aan de recessie te onttrekken. Het is niet overdreven om te stellen dat het Duitse monetaire beleid, dat een binnenlands gegeneerd probleem tracht te bestrijden, het gehele conjuncturele herstel in Europa frustrereert. De onoverholene politieke druk die de dagen voorafgaande aan de meest recente vergadering van de Zentralbankrat door de Europese ministers van Financiën op de Bundesbank werd uitgeoefend om toch vooral maar de rente niet te verhogen is een direct gevolg van deze constatering. Tegelijkertijd is

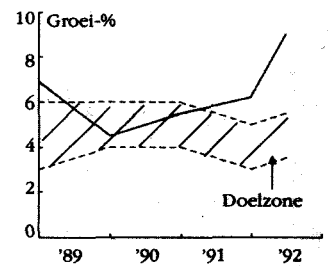
deze druk, zoals terecht in het *Financieele Dagblad* werd opgemerkt, een dubieus voor-teken hoe te zijner tijd in de EMU de Europese centrale bank, alle mooie formuleringen in de statuten ten spijt over onafhankelijkheid van de politiek, bij voortdurende aan politieke druk zal blootstaan⁵. Anderzijds is het duidelijk dat slechts weinigen de Bundesbank in het ongelijk zullen stellen als deze beweert dat het bereiken van monetaire stabiliteit in Duitsland voor haar de beleidsdoelstelling met de absolute prioriteit moet zijn. Wel kan men zich afvragen in hoeverre zij haar doelstelling op een andere manier zou kunnen bereiken.

Vormgeving van het monetaire beleid⁶

Zoals bekend voert de Bundesbank een beleid, gericht op de beheersing van een monetair aggregaat. Sedert 1988 is M3 het doelaggregaat; voordien stuurde de Bundesbank op de 'Zentralbankgeldmenge'. Dit is een gewogen variant van M3 die statistisch een grote mate van overeenstemming vertoont met de basisgeldhoeveelheid. De ontwikkeling van M3 alsmede de belangrijkste achterliggende oorzaak is weergegeven in de figuren 2a tot en met 2d. De bank voert een beleid, waarbij via sturing van de geldmarktrente en de interbancaire rente langs indirecte weg de monetaire condities worden beïnvloed. De Bundesbank beschikt niet over mogelijkheden om over te gaan tot directe kredietbeperkende maatregelen⁷.

De belangrijkste permanente instrumenten van de bank zijn de *Discontopolitiek*, de *Lombardpolitiek* en de *Mindestreserven*. Daarnaast kan de bank de geldmarktverhoudingen fijnregelen door middel van haar wekelijkse speciale beleningen ('Wertpapierpensionsgeschäfte'), andere open-marktoperaties en valutaswaps. De speciale beleningen, veruit het belangrijkste sturingsinstrument, kennen twee varianten, te weten de (in zwang zijnde) 'Zins-tender', waarbij het rentepercentage na inschrijving door de Bundesbank wordt vastgesteld, en de 'Mengen-tender', waarbij de bank het vaste rentetarief vooraf bekend maakt. Doordat het collectieve bankwezen voortdurend in het rood staat bij de Bundesbank

Figuur 1. Ontwikkeling van de geldhoeveelheid (M3)



2. M1: chartaal geld plus saldi in rekening courant. M2: M1 plus termijndeposito's. M3: M2 plus spaargelden met vaste opzegtermijn.

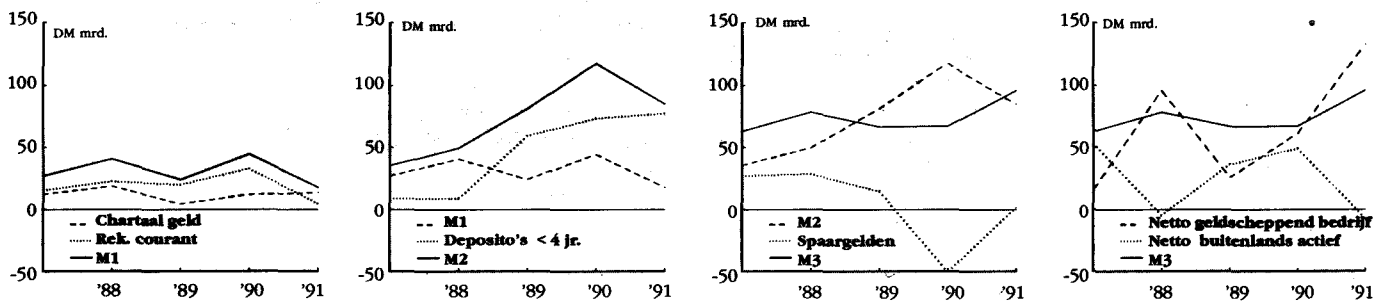
3. Zie de beschouwing over monetaire expansie en lange-termijninflatietrends in *Monatsberichte*, februari 1992.

4. Zie F.J. Burink en H. Rozendaal, Het einde van het anker? en A.R.G.J. Zwiers, Het einde van het anker!, beide in *ESB*, 24 juni 1992.

5. Zie U.D. Jonker, Handen af van de Bundesbank, *Het Financieele Dagblad*, 15 juli 1992.

6. Voor een meer uitvoerige analyse van het Duitse monetaire beleid, zie Deutsche Bundesbank, *Die Deutsche Bundesbank. Geldpolitische Aufgaben und Instrumente*, Sonderdrucke der Deutsche Bundesbank, nr.7, 1989; of W.W. Boonstra, Financiële markten en monetair beleid in de Bondsrepubliek Duitsland, in: S.C.W. Eijffinger en J.L. Gerards: *Financiële markten en monetair beleid. Ervaringen in zeven landen*, NIBE, 1990.

7. Zie: Bundesbank, op.cit., 1989, blz. 45.



Figuur 2a t/m 2d. Analyse van de monetaire aggregaten M1, M2 en M3, absolute mutaties

(via de Mindestreserve-verplichting) kan de Bundesbank de interbancaire rente heel nauwkeurig sturen. Als de bank de monetaire expansie wil indammen, zijn in beginsel twee transmissiemechanismen werkzaam⁸. Enerzijds leidt een hogere korte rente tot een afname van de kredietvraag en daarmee van de toename van de geldhoeveelheid. Een tweede, meer direct mechanisme loopt via het lange passief van het bankwezen. De bank gaat er vanuit dat een stijging van de korte rente tevens leidt tot een stijging van het lange passief van het bankwezen, doordat middelen worden verplaatst naar langlopende deposito's (looptijd langer dan vier jaar, geen onderdeel van M3), waardoor zij verdwijnen uit het doelaggregaat. Dit effect wordt gemeten aan de hand van de zogenaamde 'Geldkapitalbildung', de belangrijkste tegenpost van de monetaire groei. De Bundesbank gaat er hierbij impliciet van uit dat de stijging van de korte rente zich voortplant in de lange sfeer.

Rente-instrument bot geworden

De meest recente versnelling van de monetaire expansie is opgetreden ondanks een substantiële stijging van de korte rente, hetgeen er op duidt dat het rentewapen bot is geworden. Met name de bancaire kredietverlening is sinds de tweede helft van 1991 spectaculair gegroeid. Gezien de specifieke omstandigheden mag dit geen verwondering wekken. Allereerst heeft een aanzienlijk deel van de bancaire kredietverlening betrekking op door de regering in Bonn gesubsidieerde investeringsactiviteiten. Hierdoor wordt de invloed van de hoge rente beperkt. Belangrijker is echter de invloed van de inverse rentestructuur (figuur 3). Doordat korte middelen momenteel circa 150 basispunten hoger renderen dan lange uitzettingen, houden steeds meer mensen hun financiële activa aan in de vorm van bancaire deposito's. Voor een deel betekent dit een verschuiving binnen M3, waarbij langer lopende spaargelden in korte deposito's worden omgezet, maar voor een deel slaan nu ook middelen in M3 neer die anders in obligaties en dergelijke zouden zijn belegd. De betrouwbaarheid van M3 als indicator van toekomstig bestedingspotentieel is daarmee wel minder geworden, aangezien een steeds groter deel van het aggregaat lijkt te bestaan uit middelen die louter en alleen vanuit beleggingsmotief worden aangehouden. De Bundesbank houdt daarom ook het oog gericht op de ontwikkeling van M1, dat wel goeddeels bestaat uit transactiekassen. Ook dit aggregaat vertoont recentelijk overigens weer een versnellende groei. Uit het voorgaande komt naar voren dat een verdere verhoging van de geldmarktrente, gegeven de inverse rentestructuur, paradoxaal genoeg zou kun-

nen leiden tot een versnelling van de groei van het doelaggregaat M3.

Beleidsopties van de Bundesbank

De Bundesbank heeft de laatste jaren vooral gestuurd op de interbancaire geldmarktrente; de overige geldmarktcondities werden niet wezenlijk als instrument gebruikt. Zo zijn de Mindestreserve-percentages sedert februari 1987 niet meer gewijzigd. Ook wordt niet actief 'gespeeld' met de omvang van de discontofaciliteiten van het bankwezen. Wel werden deze in 1990 aanmerkelijk verruimd en sedertdien weer beduidend ingekrompen, maar dit geschiedde in het kader van de incorporatie van het Oostduitse bankwezen in het Westduitse financiële stelsel. De meest recente maatregel lijkt weer te duiden op de wens de korte rente verder omhoog te sturen, al gaat van het hogere disconto niet direct een oprijvend effect op de interbancaire tarieven uit. Alvorens in te gaan op de verschillende overige relevante beleidsopties die de Bundesbank tot haar beschikking heeft, is het raadzaam om figuur 2d nader te beschouwen. Hierin kan zowel de samenstelling van de monetaire groei, alsmede de bron van de monetaire expansie worden afgelezen. De toename van M3 blijkt, zoals eerder vermeld, voor het overgrote deel neer te slaan in de kortlopende (korter dan vier jaar) termijndeposito's. Hier speelt de inverse rentestructuur de Bundesbank dus parten bij de uitvoering van haar beleid⁹. Deze inversiteit, die al meer dan anderhalf jaar aanhoudt, leidt tot een gebrekkige werking van een belangrijk transmissiemechanisme en daarmee tot verlenging van de monetaire remweg. De monetaire expansie wordt geheel gevoed vanuit de bancaire kredietverlening. Het gaat dus om een intern Duitse oorzaak. Het 'ideale' monetaire beleid voor Duitsland zou zich directer op de binnenlandse bron van monetaire expansie moeten richten. Tegelijkertijd zou het, indien mogelijk, een daling van de interbancaire rente niet in de weg mogen staan. Dit laatste om meerdere redenen. Allereerst zou een daling van de interbancaire rente in Duitsland de weg vrijmaken tot monetaire versoepeling elders in Europa. Gezien de zwakke internationale conjunctuur zou dit goed van pas komen. Belangrijker is echter dat een dalende geldmarktrente ceteris paribus leidt tot een minder

8. Bundesbank, Zur Längerfristigen Entwicklung und Kontrolle des Geldvolumens, *Monatsberichte*, januari 1985.

9. Merk tevens op dat de chartale geldhoeveelheid maar een beperkt gewicht heeft in M3. Verklaring van de monetaire expansie uit het toegenomen gebruik van Duits chartaal geld in Oost-Europa lijkt derhalve nogal vergezocht.

inverse rentestructuur. Hiermee zou het rentebeleid, paradoxaal genoeg, juist aan effectiviteit winnen, omdat dan minder beleggingen op deposito zouden worden gezet. De betrouwbaarheid van M3 als indicator van de monetaire ontwikkeling zou bovendien toenemen.

Op het eerste gezicht lijkt daling van de geldmarktrente onder gelijktijdige monetaire verkrapting in Duitsland niet goed mogelijk. Desondanks is het raadzaam om te onderzoeken welke beleidsopties de Bundesbank tot haar beschikking heeft en hoe zij inwerken op de geldmarktrente. Overigens is het duidelijk dat de bank kan kiezen voor een combinatie van de hier gesuggereerde mogelijkheden. Hierop kom ik later terug.

Het gaat in concreto om de volgende beleidsopties.

1. Verhoging Lombardrente (nu: 9,75%)

De Lombardfaciliteit is bedoeld als noodfaciliteit voor de banken in tijden van grote krapte. Overigens is het beroep op de Lombardfaciliteit voor het bankwezen letterlijk een marginale – want dure – bron van centrale bankgeld. Het beroep op deze faciliteit is in principe onbeperkt (afhankelijk van de beschikbaarheid van z.g. 'Lombardfähig' papier) waarmee de Lombardrente in theorie de bovengrens van de geldmarktrente vormt. De Bundesbank kan echter het beroep op deze faciliteit aan limieten binden, dan wel deze buiten werking stellen. In het eerste geval kan de korte rente wel langdurig boven het Lombardplafond uitkomen. Een verhoging van dit tarief verhoogt dit plafond, ofschoon er niet automatisch een werkelijke rentestijging vanuit behoeft te gaan. Dat hangt namelijk vooral af hoe krap/ruim de bank toewijst op de wekelijkse speciale beleningen en hoe zij haar tarieven daarop stelt. Van een verhoging van het Lombardtarief gaat wel een sterke signaalwerking uit. Doordat de Bundesbank ditmaal heeft afgezien van verhoging van dit tarief, geeft zij aan dat zij op hele korte termijn verhoging van de interbancaire geldmarktrente niet noodzakelijk acht.

2. Verhoging discontotarief (m.i.v. 17 juli 8,75%)

De discontofaciliteit is een belangrijke en goedkope bron van centrale-bankgeld. De banken kunnen niet onbeperkt op deze faciliteit trekken; de Bundesbank stelt maandelijks aan de hand van bepaalde vaste criteria de omvang van het z.g. 'Normkontingent' vast. De verhoging van het discontotarief leidt ceteris paribus tot een gemiddeld duurder funding voor de banken maar behoeft, uitgaande van het verder gelijkblijven van de overige rentevoeten, niet per definitie tot een stijging van de geldmarktrente te leiden. Wel zullen de banken, die door een dergelijke stap in hun rentabiliteit worden aangetast, hun tarieven aan cliënten verhogen, ten einde hun rentemarge veilig te stellen. Van de inzet van dit instrument gaat ook een zeer sterke signaalwerking uit.

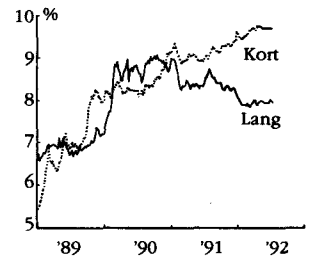
3. Verhoging wekelijkse beleningsrente

Deze faciliteit is voor de banken veruit de belangrijkste bron van centrale-bankgeld. Een verhoging van dit tarief betekent ceteris paribus direct een stijging van de geldmarktrente. Uitzondering op deze stelling wordt gevormd door de situatie waarin het tarief uitkomt boven de Lombardrente, aangezien de banken dan hun beroep op de Lombardfaciliteit zullen

uitbreiden. Een dergelijke situatie wordt door de Bundesbank overigens nooit lang getolereerd, zodat dan veelal het Lombardtarief alsnog opwaarts wordt aangepast.

De Bundesbank heeft dit tarief op 15 juli jongstleden weer marginaal omhooggestuurd tot vlak onder het Lombardplafond, daarmee aangevend dat rentedaling wat haar betreft niet op de agenda staat.

figuur 3. Ontwikkeling rentestructuur, lang versus kort



4. Beperking van de Lombardfaciliteit

Een beperking van de Lombardfaciliteit leidt ceteris paribus tot een stijging van de interbancaire geldmarktrente, met name tegen de maandultimo. De banken moeten dan namelijk voldoen aan hun Mindestreserve-verplichting, waarvoor zij de benodigde middelen hetzij aantrekken op de geldmarkt, hetzij trekken onder de Lombardfaciliteit. Beperking van deze faciliteit kan dan leiden tot acute krapte op de geldmarkt, waarbij de hele korte tarieven scherpe fluctuaties kunnen vertonen. Mede omdat momenteel geen structureel beroep op de Lombardfaciliteit wordt gedaan, lijkt deze optie weinig zinvol.

5. Beperking van de discontofaciliteit

Deze maatregel zou de banken een deel van hun goedkope 'funding' ontnemen. Zou bij voorbeeld een verkleining van de discontofaciliteit gepaard gaan met een gelijktijdige verruiming van de omvang van de wekelijkse speciale beleningen (zonder de tarieven bij te stellen), dan zijn de banken in hun gemiddelde funding een stuk duurder uit (circa 1%, het verschil tussen het vigerende discontotarief en het tarief op de speciale beleningen, over de omvang van een dergelijke stap), zonder dat de interbancaire geldmarktrente behoeft te stijgen. Wel stijgen ook in deze optie de debettarieven die de banken hun klanten in rekening brengen, aangezien de banken hun rentemarge zullen willen herstellen.

6. Verhoging Mindestreserve-percentages

Onder het systeem van Mindestreserven moeten de banken tegenover een aantal nader gespecificeerde passiva renteloze tegoeden bij de Bundesbank aanhouden¹⁰. De reservepercentages lopen op naarmate de liquiditeit van de passiva groter is. Een verhoging van deze percentages betekent voor de Duitse banken aanzienlijk hogere kosten, te weten de omvang van de extra reserveplicht vermenigvuldigd met de marginale kosten, zijnde het interbancaire geldmarkttarief. Overigens moet worden bedacht dat de Bundesbank het instrument flexibel kan inzetten. Zo kan zij de onderlinge verhouding van de reservepercentages wijzigen, om de tariefstelling

10. De relevante passiva zijn, niet geheel toevallig, bijna alle onderdeel van M3. Inzet van het Mindestreserve-instrument sluit dus direct aan bij het monetaire doelaggregaat van de Bundesbank. Zie voor de details: W.W. Boonstra, Duitse Mindestreserven nader beschouwd, *Bank- en Effectenbedrijf*, mei 1992.

van de banken op de verschillende soorten passiva en daarmee de samenstelling van M3 te beïnvloeden. Ook kan zij kiezen tussen het generiek verhogen van de percentages, waarbij het hogere percentage moet worden aangehouden tegenover het gehele bestand aan relevante monetaire passiva, of het introduceren van een marginaal tarief, waarbij alleen tegenover het accres van deze passiva een hogere reserveverplichting geldt.

Een hogere reserveverplichting, waarin de banken voorzien door middel van een omvangrijker beroep op de speciale beleningen (ervan uitgaande dat de Bundesbank hierop ruimer toewijst zonder wijziging in de tariefstelling) betekent voor de Duitse banken een stevige aanslag op hun rentabiliteit, waarop zij zullen reageren door een terughoudender verstrekkingenbeleid en een hogere tariefstelling in de debetrentes die zij hun klanten in rekening brengen. De interbancaire geldmarktrente verandert in deze optie ceteris paribus echter niet¹¹.

'Optimaal beleid'

Uit het voorgaande komt naar voren dat de Bundesbank verscheidene mogelijkheden heeft om haar beleid te verkrappen, zonder dat dit automatisch tot een stijging van de interbancaire geldmarktrente hoeft te leiden (opties 2, 5 en 6). Eén en ander impliceert tevens dat het mogelijk moet zijn om door middel van een zogenaamde 'contraire policy-mix' tegelijkertijd via het op de geldmarkttruijme gerichte instrumentarium het beleid te verkrappen, terwijl tegelijkertijd de geldmarktrentes via de speciale beleningen omlaag worden gestuurd. De monetaire verhoudingen in Duitsland kunnen bij een dergelijke inzet van het instrumentarium even krap blijven als zij nu zijn (of worden verkrapt, al naar gelang de onderlinge mix van verkrappende en verruimende maatregelen), terwijl in de omringende landen het monetaire beleid, dank zij de daling van de Duitse geldmarktrentes kan worden versoepeld.

De 'optimale policy mix' bestaat naar mijn mening uit een verhoging van de Mindestereservepercentages in combinatie met een duidelijke verlaging van het tarief op speciale beleningen¹². De voorkeur voor de inzet van het 'Mindestereserve'-instrument is ingegeven door het feit dat het instrument geïsoleerd beschouwd het hardst aankomt bij de Duitse banken, hetgeen automatisch ook betekent dat de compensatie in de tarievenfeer op de geldmarkt relatief groot kan zijn, waarmee de ruimte tot monetaire versoepeling elders in Europa maximaal kan worden benut.

Aan de inzet van het 'Mindestereserve'-instrument kleven echter enige nadelen. Het werkt desintermediatie in de hand, het legt een zware druk op de winstgevendheid van het bankwezen – ofschoon dat in mijn voorstel al of niet ten dele door een lager beleningstarief wordt geneutraliseerd – en het werkt het verplaatsen van bancaire activiteiten richting buitenlandse centra als Luxemburg in de hand. Voorts heeft onderzoek in het verleden uitgewezen dat de gevolgen van het instrument voor de monetaire expansie een lange remweg heeft. Echter, zoals eerder aangegeven, kleeft dit laatstgenoemde bezwaar inmiddels ook aan het rente-instrument, dat evenmin op korte termijn effectief blijkt te zijn. Bij de andere bezwaren moet voort steeds worden afgewogen of zij opwegen

tegen de bezwaren die kleven aan de huidige vormgeving van het beleid, te weten het hoog houden van de rente in de omringende landen – waar een lagere rente gerechtvaardigd zou zijn – en de scherpe inversiteit van de rentestructuur die niet alleen de rentabiliteit van het Duitse, maar van het gehele Westeuropese bankwezen negatief beïnvloedt¹³.

In de literatuur is wel gesuggereerd dat een dergelijke contraire inzet van het instrumentarium in de praktijk niet mogelijk zou zijn. Hierbij wordt gewezen op experimenten die de Banque de France op dit terrein heeft uitgevoerd¹⁴. Naar mijn mening wordt hier over het hoofd gezien dat Frankrijk evenals de overige EMS-lidstaten een volgend monetair beleid voert (en dus zijn geldmarktrente zo goed als geheel moet afstemmen op de Duitse), terwijl Duitsland een leidend monetair beleid voert en daarmee in principe vrij is in het stellen van zijn geldmarktrentes¹⁵.

Besluit

Uit het voorgaande kwam naar voren dat de Bundesbank over verscheidene opties beschikt om het monetaire beleid krap te houden c.q. te verkrappen, zonder dat dit met een stijging van de geldmarktrente gepaard hoeft te gaan. Het blijkt zelfs mogelijk om door een contraire inzet van instrumenten de geldmarktrente omlaag te sturen, zonder dat dit leidt tot lossere monetaire verhoudingen in Duitsland zelf. De kritiek op de Bundesbank zou zich dan ook niet moeten richten op het feit dat zij haar monetaire beleid krap houdt (daarin heeft zij gezien de monetaire expansie en de inflatievooruitzichten groot gelijk), maar op de eenzijdige inzet van het instrumentarium ervan. Een monetair beleid dat de binnenlandse bron van de Duitse geldgroei effectiever aanpakt, maar tegelijkertijd elders in Europa een monetaire versoepeling niet in de weg staat, blijkt wel degelijk tot de mogelijkheden te behoren. De meest recente maatregel van de Bundesbank zou een eerste stap op dit pad kunnen zijn, aangezien deze wel de Duitse banken afknijpt, waardoor deze hun debetrentes zullen verhogen, maar op zich niet hoeft te resulteren in een hogere interbancaire geldmarktrente. Wellicht dat de jongste discontoverhoging dan toch uiteindelijk een daling van de korte Duitse rente dichterbij heeft gebracht.

Wim Boonstra

11. Het Duitse bankwezen als geheel staat bij voortdurend rood bij de Bundesbank, zodat deze de interbancaire geldmarktrente tamelijk precies kan sturen.

12. Zie W.W. Boonstra, Aanpassing Duitse monetaire beleid gewenst, *Het Financieel Dagblad*, 14 april 1992.

13. Volgens de Bundesbank worden de nadelen van het instrument, met name waar het gaat om het wegvloeden van middelen naar het buitenland, in zwaar overdreven. Zie H. Hesse, *Ist eine Reform der Mindestreservepolitik geboten, ins besondere aus internationale Gründen?*, Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, 24 mei 1991.

14. S.C.W. Eijffinger, Konvergenz in der Geldpolitik – das Beispiel Deutschland-Frankreich, in: M. Weber (red.), *Europa auf dem Weg zur Währungsunion*, Darmstadt, 1991.

15. Overigens wist de Banque de France begin mei 1992 een verlaging van de bancaire debetrentes te realiseren door een verlaging van haar variant van Mindestereserven, zonder dat dit gepaard ging met een wijziging van de officiële tarieven. In feite gaat het hier om het spiegelbeeld van de voor Duitsland voorgestelde 'policy mix'.