

Beleidsopties voor de Bundesbank

Inflatiebestrijding door de Bundesbank is noodzakelijk maar staat desalniettemin steeds meer ter discussie vanwege de hoge rentestanden die het met zich meebrengt. Een alternatief gebruik van het monetaire instrumentarium (hogere kasreserves bij een lagere rente) lijkt een aantrekkelijke uitweg. Te mooi om waar te zijn?

Het Duitse monetaire beleid staat onder druk. Deze druk was duidelijk voelbaar bij de discontoverhoging van 17 juli jl. toen de partnerlanden in het EMS openlijk en op hoog politiek niveau trachtten de Bundesbank te weerhouden van een verdere renteverhoging. De kritiek vanuit Duitsland zelf is zo mogelijk nog groter. Het Berlijnse Instituut voor Economisch Onderzoek bij voorbeeld beschuldigt de Bundesbank ervan de opbouw van de Oostduitse economie in de weg te staan.

Tegen deze achtergrond komt Wim Boonstra in zijn artikel Beleidsopties voor de Bundesbank¹ tot een aantrekkelijke conclusie. Hij meent dat het mogelijk is voor de Bundesbank om monetaire maatregelen te nemen die een verkrappende invloed hebben op de situatie in Duitsland, en tegelijkertijd een renteverlaging toestaan in Duitsland en in de overige EG-landen². Daartoe zouden verschillende instrumenten gelijktijdig, maar in tegengestelde richting moeten worden ingezet. In het bijzonder pleit hij er voor om de kasreserve te verhogen (verkrapping) en de speciale beleningsrente te verlagen (verruiming). Zijn suggestie lijkt nog aantrekkelijker als blijkt dat daarmee ook een einde gemaakt kan worden aan de omgekeerde rentestructuur, die de rentemarges van het bankwezen in de EG alweer anderhalf jaar hinderlijk onder druk zet.

Bij de analyse van Boonstra kunnen evenwel de volgende kanttekeningen worden geplaatst.

Ten eerste is het zeer de vraag of het effect van een verkrappende maatregel in Duitsland beperkt kan blijven tot binnen de Duitse grenzen. De voorgestelde binnenlandse

verkrapping tast de winstgevendheid van het Duitse bankwezen aan. Dat leidt tot een terughoudender en duurder kredietverlening van Duitse banken. Voor Duitse kredietnemers wordt het dan overeenkomstig aantrekkelijker om krediet op te nemen in het buitenland. Dat betekent dat de Duitse kapitaalimport zal toenemen. Hiervan gaat een opwaartse druk uit op de koers van de D-mark. De overige EMS-landen zullen hun (korte) rente toch moeten verhogen om deze druk te weerstaan. Eens te meer wordt daarmee bevestigd dat een nationaal geïsoleerd monetair beleid binnen het EMS vrijwel is uitgesloten door de combinatie van vrij kapitaalverkeer en stringente wisselkoersafspraken.

Ten tweede hecht Boonstra wellicht te veel waarde aan het 'rentestructuur-effect', waarbij de Duitse monetaire expansie in belangrijke mate wordt toegeschreven aan de relatief hoge korte rente (en dus ongevaarlijk zou zijn). Boonstra geeft toe dat het huidige inflatiepeil in Duitsland hoog is. Hij onderkent dat de monetaire expansie in belangrijke mate betrekking heeft op de bancaire kredietverlening, die door rentesubsidies van de overheid in de hand wordt gewerkt. Hij onderkent ook dat de groei van M1 versnelt, wat geen gevolg kan zijn van de hoge korte rente. Toch slaat voor hem de balans door naar de technische verklaring achter de oplopende M3, die een afremming via hogere rente vanwege de nadelen voor de EMS-partners niet zou rechtvaardigen. Ten derde roept de overigens terecht twijfel van Boonstra over de scherpte of bothedheid van het 'rentewapen' de vraag op in hoeverre een lagere korte rente onder de huidige

omstandigheden inderdaad de gewenste conjuncturele opleving in de EG tot stand kan brengen. In Nederland bij voorbeeld zien we sinds eind 1991 een relatief hoge bancaire kredietverlening ondanks de aanhoudend hoge korte rente. Ook de ervaringen in de VS, al zijn die niet in alle opzichten vergelijkbaar, duiden er niet op dat een lagere korte rente de conjuncturele opleving in gang kan zetten.

Ten vierde lijken er risico's verbonden aan de voorgestelde 'contraire policy-mix'. Tegengestelde monetaire maatregelen geven tegengestelde signalen naar de marktpartijen: verkrapping enerzijds (kasreserve), verruiming anderzijds (renteverlaging). Daarmee zou de Bundesbank toegeven aan de druk van de EMS-partners, ten koste van het streven naar monetaire stabiliteit.

Het is onduidelijk hoe een dergelijke houding zal worden beoordeeld, vooral na de recente verhoging van het Duitse disconto die al als een tegemoetkoming aan de EMS-partners moet worden opgevat. Recentelijk zijn ook in dit blad nog vraagtekens geplaatst bij de mogelijkheid van de D-mark om als stabiliteitsanker van het EMS te kunnen blijven functioneren, mede gezien de thans wat mindere prestaties van Duitsland op inflatiegebied³. Bijkomende twijfel over de positie van de Bundesbank zou negatieve effecten kunnen hebben op de inflatieverwachtingen. Nu de totstandkoming van de EMU centraal staat lijkt de tijd niet rijp voor een experimentele beleidswijziging die al gauw uitgelegd kan worden als een tweeslachtige houding. Ten vijfde wordt de concurrentiepositie van het Duitse bankwezen door het voorgestelde pakket van maatregelen aangetast. Boonstra onderkent dit, maar laat na om uit te leggen waarom de Bundesbank deze nadelen terzijde zou schuiven. Daarmee wordt het realiteitsgehalte van zijn voorstel niet verhoogd.

1. W. Boonstra, Beleidsopties voor de Bundesbank, *ESB*, 22 juli 1992.

2. Dezelfde gedachte brengt Boonstra tot uitdrukking in zijn artikel Aanpassing Duitse monetaire beleid gewenst, *Het Financieel Dagblad*, 14 april 1992.

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

Naschrift

Ten slotte: het beleid van de Bundesbank is strak. Achtergrond hiervan is dat de Bundesbank de inflatoire tendensen die samenhangen met de Duitse eenwording tracht af te remmen. Deze eenwording heeft economisch positieve kanten. Er is een bestedingsimpuls van uitgegaan waarvan andere EG-landen, en niet in de laatste plaats ook Nederland, hebben geprofiteerd. Tegelijkertijd heeft de eenwording risico's gegeneerd die ook de monetaire stabiliteit bedreigen. Deze risico's hangen samen met het budgettaire beleid van de Duitse overheid waar de hierboven genoemde rentesubsidies deel van uitmaken.

Dit potentieel inflatoire budgettaire beleid is voor de Bundesbank een gegeven omstandigheid. Het is in het belang van het EMS en van de toekomstige EMU dat desondanks de inflatieverwachtingen in Duitsland beperkt blijven en dat de positie van de Bundesbank als inflatiebestrijder niet wordt aangetast. Tegen deze achtergrond is het misleidend en zelfs gevaarlijk om te stellen dat "het Duitse monetaire beleid (...) het gehele conjuncturele herstel in Europa frustreert"⁴. De toenemende druk op het Duitse monetaire beleid maakt het er voor de Bundesbank niet eenvoudiger op om inflatie en inflatieverwachtingen in de hand te blijven houden. Dat is ook voor Nederland potentieel een punt van monetaire zorg.

Roelof Balk

De auteur is werkzaam bij de afdeling Nationale Monetaire Zaken van het Ministerie van Financiën. Deze reactie is onder persoonlijke titel geschreven.

Het uitlokken van reacties van vakgenoten is een van de redenen om een artikel in ESB te publiceren. De reactie van Roelof Balk op mijn artikel van 22 juli jl. over de beleidsopties voor de Bundesbank is dan ook welkom. Zijn opmerkingen geven mij aanleiding tot het volgende naschrift.

Het eerste punt van Balk, de vraag in hoeverre een nationaal geïsoleerd monetair beleid binnen het EMS nog mogelijk is, snijdt op zichzelf hout. Het 'buitenland-lek' is ook in Duitsland latent aanwezig en is ook daar (potentieel) groter geworden. Er vallen echter enkele kanttekeningen bij dit punt te plaatsen.

Allereerst is geldinstroom vanuit het buitenland momenteel nauwelijks aan de orde; de Duitse monetaire expansie kent een binnenlandse oorzaak. Van meer fundamenteel belang is dat Duitsland naar Europese maatstaven nog altijd geldt als een 'grote' economie. Dit impliceert een grotere monetaire autonomie dan elders in Europa, zij het dat deze ook in Duitsland (ten gevolge van de door Balk gesignaleerde factoren) aan slijtage onderhevig is. Dat het monetaire beleid weinig vat krijgt op internationaal opererende bedrijven is een bekend feit, evenals het gegeven dat ook in Duitsland het kleinere bedrijfsleven in toenemende mate buitenslands opereert. Het gaat echter te ver om te veronderstellen dat de substitutie van binnenlands door buitenlands krediet volledig zou zijn.

In zijn tweede punt stelt Balk dat ik te veel waarde hecht aan het rentestructureffect. Ik heb echter geenszins willen suggereren, dat de monetaire expansie 'ongevaarlijk' zou zijn. Zo wijs ik op de recente versnelling in de groei van M1. Wat ik wel heb betoogd is dat een niet on aanzienlijk deel van de toename van M3, het doelaggregaat van de Bundesbank, kan worden verklaard uit het gedrag van economische agenten die vanuit een beleggingsmotief kortlopende deposito's aanhouden. Het belangrijkste monetaire doelaggregaat van de Bundesbank is daarmee een minder betrouwbare indicator van het toekomstige bestedingspotentieel geworden. Dit effect zal bij een verscherping van de inversiteit van de 'yieldcurve' nog kunnen toenemen. De interpretatie van de monetaire

ontwikkelingen door de Bundesbank wordt daardoor een steeds moeizamer aangelegenheid¹. Het derde punt van Balk behelst de vraag of een monetaire versoepeling de gewenste conjuncturele opleving in gang zal zetten. Het antwoord op deze vraag valt niet eenduidig te geven. Zo heeft een aanzienlijke monetaire versoepeling in de VS, Japan en ook het VK nog niet geleid tot het zo fel begeerde conjunctuurherstel. In deze landen speelt echter de problematiek van de financiële wanverhoudingen. De monetaire versoepeling heeft er bij voorbeeld in de VS en het VK wel toe bijgedragen dat gezinnen en bedrijven hun schulden aanzienlijk hebben kunnen saneren. Onderliggend is er dus in de Angelsaksische landen wel degelijk sprake van een structureel herstelproces, zij het dat dit nog niet is voltooid en voorts nog niet is neerslagen in een conjuncturele versnelling. Monetaire versoepeling mag dan geen wondermiddel voor economische groei zijn, het brengt een mogelijk conjunctuurherstel wel dichterbij. Men hoeft zich bij voorbeeld geen illusies te maken over hoe de Amerikaanse conjunctuur er aan toe zou zijn geweest als de Fed het monetaire beleid niet had versoepeld.

Het vierde door Balk aangedragen punt omvat in feite twee stellingen. De eerste is dat een contraire 'policy mix' neerkomt op het afgeven van tegenstrijdige signalen aan de financiële markten, hetgeen kan bijdragen aan onzekerheid. De tweede stelling is dat een verruimende maatregel (lagere beleningsrente), ook als deze wordt gecompenseerd door een verkrapping langs andere weg (hoge Mindestreserververplichting), welhaast per definitie neerkomt op een capitulatie van de Bundesbank voor de druk vanuit het buitenland.

Het gevaar van een misinterpretatie in de markt is in theorie zeker aanwezig, zij het dat dit ook weer niet moet worden overdreven. De over

1. Daarnaast speelt nog een ander effect, dat ik in mijn artikel heb verzuimd te vermelden. Beleggers hebben ook middelen in kortlopende deposito's gestald in afwachting van de definitieve regeling van de nieuwe bronbelasting. Het mag zelfs niet worden uitgesloten dat in reactie op deze belastingmaatregel de komende maanden een stevige kapitaalvlucht zal optreden, die zal leiden tot een substantiële daling van M3.

4. W.W. Boonstra, op.cit., 22 juli 1992, blz. 713.

