

ET

05348

1983
019

SERIE RESEARCHMEMORANDA

HET MONETAIRE BELEID VAN DE
NEDERLANDSCHE BANK

S.C.W. Eijffinger

Researchmemorandum 1983-19 okt.83



**VRIJE UNIVERSITEIT
EKONOMISCHE FAKULTEIT
AMSTERDAM**



Economische Faculteit
Vrije Universiteit
A m s t e r d a m

Onderzoekgroep
Financiële Instellingen en Markten

HET MONETAIRE BELEID VAN DE NEDERLANDSCHE BANK

S.C.W. Eijffinger

Researchmemorandum 1983- 19

oktober 1983

De auteur bedankt prof.dr. H. Visser en drs. R.H. van Til voor hun opmerkingen bij een voorlopige versie van dit researchmemorandum. Tevens zegt hij dank aan de heer P. Mey, ec. cand., voor de assistentie bij het verzamelen van de gegevens voor tabel 3.5.

INHOUDSOPGAVE

	<u>blz.</u>
1. <u>De taak en plaats van het monetaire beleid</u>	1
2. <u>De instrumenten van het monetaire beleid</u>	5
2.1 De discontopolitiek en contingenteringsregeling	9
2.2 De open-marktpolitiek, valutamarkttransacties en speciale beleningen	16
2.3 De netto buitenlands actief-regeling	18
2.4 De kasreserveregeling	20
2.5 De liquiditeitsreserveregeling	23
2.6 De kwantitatieve en kwalitatieve kredietrestrictie	29
3. <u>Het grote monetaire beleid</u>	35
3.1 Instrumenten, indicatoren en doelvariabelen	39
3.2 Het systeem van indirecte kredietbeheersing	41
3.3 Het systeem van directe kredietbeheersing	46
3.4 Het indirecte en directe systeem in relatie tot de instrumenten	49
4. <u>Het kleine monetaire beleid</u>	53
5. <u>Literatuuroverzicht</u>	59



1. DE TAAK EN PLAATS VAN HET MONETAIRE BELEID

De grondslag voor het functioneren van DNB wordt gevormd door de Bankwet van 1948, welke in 1952 herzien werd.

De taak en verantwoordelijkheid van DNB worden geregeld door artikel 9 van de Bankwet, met name lid 1 en 3:

1. De Bank heeft tot taak de waarde van de Nederlandse geld-eenheid te reguleren op zodanige wijze als voor 's lands welvaart het meest dienstig is, en daarbij die waarde zoveel mogelijk te stabiliseren.
3. Zij oefent toezicht uit op het kredietwezen op de voet van het bepaalde in de Wet toezicht kredietwezen.

Lid 3 heeft geleid tot de Wet toezicht kredietwezen van 1978, die op 1 januari 1979 van kracht is geworden. Deze wet vormt de basis voor het toezicht van DNB op de geldscheppende instellingen, zowel het bedrijfseconomisch toezicht (toezicht op solvabiliteit en liquiditeit), als het monetair of sociaal-economisch toezicht, hetgeen door DNB gehanteerd kan worden bij de uitvoering van de taak, welke haar in lid 1 opgelegd is.

Het monetaire beleid¹⁾ van DNB is gebaseerd op lid 1 van artikel 9. De doelstelling van het monetaire beleid is destijds door Holtrop²⁾ geformuleerd als het handhaven van de interne en externe waarde van de geldeenheid, onder de voorwaarde van een bevredigende graad van werkgelegenheid, òf, met andere woorden, het handhaven van een stabiel prijspeil (interne waarde) en een stabiele wisselkoers (externe waarde)³⁾.

De zorg voor prijsstabiliteit en betalingsbalansevenwicht vormt dus de specifieke verantwoordelijkheid van het monetaire beleid.

Daarbij richt het monetaire beleid zich op de beïnvloeding van de liquiditeit van de volkshuishouding, waarbij de binnenlandse bronnen

- 1) We merken op dat de term 'monetair beleid' de voorkeur verdient boven het anglicisme 'monetaire politiek', aangezien het begrip 'policy' beter vertaald kan worden met 'beleid'. Daartegenover staat dat benamingen als 'discontopolitiek' en 'open-marktpolitiek' zeer ingeburgerde termen zijn geworden.
- 2) Zie Holtrop (1972), pag. 187. Dr. M.W. Holtrop was president van DNB van 1946 tot 1967.
- 3) De regering stelt op voordracht van de minister van financiën de externe waarde van de gulden vast, nadat de minister DNB heeft gehoord. Zie Wet inzake de wisselkoers van de gulden, artikel 2, lid 1 en 3.

van liquiditeitscreatie, te weten de geldscheppende instellingen en de overheid, als aangrijpingspunt dienen¹⁾.

Hieraan ligt de gedachte ten grondslag dat een ruimere voorziening met liquiditeiten de binnenlandse bestedingen stimuleren en een krappere voorziening deze afremmen²⁾.

De beperkte doelstelling van het monetaire beleid, zoals Holtrop die formuleerde, vloeit voort uit zijn opvatting hierover.

Monetair beleid is volgens hem 'a thing of its own' dat zich het handhaven van monetair evenwicht ten doel stelt³⁾.

Overige doelstellingen van het sociaal-economisch beleid, zoals volledige werkgelegenheid, een evenwichtige economische groei en een aanvaardbare inkomensverdeling, moeten in zijn visie dus nagestreefd worden met behulp van het begrotingsbeleid en het prijs- en inkomensbeleid, dat tot de verantwoordelijkheid van de centrale overheid behoort.

Onder invloed van de toenemende werkloosheid en de stijgende inflatie in de jaren zeventig benadrukte Zijlstra⁴⁾ de noodzaak om zowel de werkloosheid, als de inflatie te bevechten, hetgeen als een lichte accentverschuiving kan worden aangemerkt⁵⁾.

Zijlstra onderstreepte daarnaast de samenhang tussen het monetaire beleid, het begrotingsbeleid en het prijs- en inkomensbeleid als onderdelen van het gehele sociaal-economische beleid. Naar zijn mening leidt elke afwijking binnen één van deze drie onderdelen tot problemen bij de overige twee.

Als voorbeeld noemt hij o.a. het geval dat de minister van financiën gedwongen wordt om het financieringstekort door middel van liquiditeitscreatie te financieren.

In een dergelijke situatie van monetaire financiering is het volgens hem nagenoeg onmogelijk om de groei van de binnenlandse liquiditeitsmassa onder controle te houden⁶⁾.

- 1) Zie De instrumenten van de monetaire politiek in Nederland, DNB, 1973, pag. 2-3.
- 2) Overeenkomstig de monetaire analyse van DNB, Zie Compaijen & Van Til (1978), pag. 220 e.v.
- 3) Zie Holtróp (1972), pag. 136.
- 4) Dr. J. Zijlstra was president van DNB van 1967 tot 1982.
- 5) Zie Bosman (1979), pag. 254.
- 6) Zie Zijlstra (1979), pag. 12-13.

Dit is de reden waarom DNB in principe alle monetaire financiering door de overheid afwijst, hoewel zij bereid is een bijdrage te leveren aan de monetaire financiering van seizoensmatige en/of incidentele kasbehoeften van de overheid.

Een illustratie hiervan vormt het financieringsarrangement, dat de minister van financiën en de directie van DNB eind 1981 aangaande de monetaire financiering sloten.

In dit arrangement kwamen beide overeen dat in 1982 gestreefd zou worden naar een liquiditeitscreatie door de overheid, welke duidelijk achterblijft bij het voor 1981 overeengekomen maximumbedrag van f 2.5 mrd. gulden en dat in 1983 door de overheid geen beroep op monetaire financiering meer zou worden gedaan¹⁾.

De uiteindelijke verantwoordelijkheid voor het monetaire gedrag van de overheid ligt daarentegen geheel bij de regering en de minister van financiën in het bijzonder, zowel voor wat betreft de centrale overheid, als de lagere overheden²⁾.

Immers, alleen de regering kan in het parlement ter verantwoording worden geroepen en bij de president of directie van DNB is dit binnen ons democratisch bestel niet mogelijk.

Derhalve dient DNB zich bij de invulling van het monetaire beleid van politieke keuzen te onthouden.

Niettemin kan én moet zij op grond van artikel 9, lid 1 van de Bankwet wel een waarschuwend geluid laten horen, indien het monetaire gedrag van de overheid "'s lands welvaart" bedreigt.

Een dergelijke waarschuwing kan de president van DNB binnenskamers aan de minister van financiën richten, maar eventueel ook via het jaarverslag aan het publiek.

De monetaire autoriteiten, DNB én de minister van financiën, dragen gezamenlijk de verantwoordelijkheid voor het monetaire beleid. In deze verantwoordelijkheid is een zekere scheiding aangebracht.

- 1) Zie: Financieringsarrangement tussen de Staat en de Nederlandsche Bank, Kwartaalbericht DNB, 1981, nr. 3, pag. 41.
- 2) Zie: De instrumenten van de monetaire politiek in Nederland, DNB, 1973, pag. 2.

De minister van financiën is verantwoordelijk voor de publieke sector en voert monetair beleid door het financieren van de begroting door middel van belastingontvangsten, leningen op de kapitaalmarkt (neutrale financiering) en eventueel liquiditeitscreatie.

Daarnaast is de minister van financiën de eerstverantwoordelijke voor het betalingsverkeer met het buitenland en het algemene deviezenbeleid.¹⁾ Binnen het raam van ministeriële voorschriften heeft DNB de ruimte om nadere regels op te stellen.

Het monetair beleid betreffende de particuliere sector behoort echter uitsluitend tot de verantwoordelijkheid van DNB.

Hoewel DNB bij het voeren van het aan haar opgedragen monetair beleid op grond van artikel 9, lid 1 van de Bankwet een grote mate van zelfstandigheid kent, heeft haar zelfstandigheid ook een randvoorwaarde, een begrenzing. Deze begrenzing vindt eveneens zijn grondslag in de Bankwet van 1948, nl. in artikel 26, lid 1:

In de gevallen, waarin Onze minister zulks ter coördinatie van de monetaire en financiële politiek der Regering en de politiek van de Bank noodzakelijk acht, geeft hij, de Bankraad gehoord, aan de directie de ter bereiking van dat doel nodige aanwijzingen. Behoudens het bepaalde in het volgende lid, is de directie gehouden die aanwijzingen op te volgen.

Het aldus geformuleerde aanwijzingsrecht van de minister van financiën weerspiegelt in de eerste plaats de parlementaire verantwoordelijkheid van de minister voor het monetaire beleid van DNB, aangezien de minister door het niet geven van een aanwijzing impliciet het beleid van DNB goedkeurt.

Daarnaast is het aanwijzingsrecht in combinatie met de overige leden van artikel 26²⁾ tevens een moeizame en tegelijkertijd subtiele procedure voor het regelen van een conflict tussen de minister en de directie van DNB, waarvan de uitkomst voor beide partijen onzeker is. Artikel 26 dwingt minister en directie van DNB tot het vermijden van conflicten en, indien er sprake is van een meningsverschil, het

- 1) Zie: Wet Financiële Betrekkingen met het Buitenland. Deze wet trad op 1 mei 1981 in werking en verving het verouderde Deviezenbesluit 1945, dat nog uitging van een negatief deviezenregime: alles is verboden, tenzij het is goedgekeurd. De nieuwe wet gaat daarentegen uit van een positief deviezenregime: alles is toegestaan, tenzij het is verboden.
- 2) Lid 2, 3 en 4 van artikel 26 van de Bankwet 1948 regelen de procedure omtrent het beroep dat de directie van DNB tegen de aanwijzing kan aantekenen.

samen toch eenste worden. Daarom wordt de toepassing van het aanwijzingsrecht als een 'ultimum remedium', een uiterste middel beschouwd¹⁾. Om die reden en vanwege het nauwe contact tussen de minister van financiën en de president van DNB over het monetaire beleid, is er tot nog toe nooit van dit aanwijzingsrecht gebruikt gemaakt.

2. DE INSTRUMENTEN VAN HET MONETAIRE BELEID

Het monetaire beleid beoogt, zoals uit het voorgaande bleek, het beheersen van de binnenlandse liquiditeitenmassa in Nederland en met name de binnenlandse kredietverlening en liquiditeitscreatie door de geldscheppende instellingen ten behoeve van de particuliere sector. Op de beide overige bronnen van de binnenlandse liquiditeitscreatie kan het monetaire beleid van DNB slechts in beperkte mate invloed uitoefenen, hetgeen de beheersing van de totale binnenlandse liquiditeitenmassa bemoeilijkt.

Enerzijds kan DNB de binnenlandse liquiditeitscreatie vanwege het betalingsverkeer met het buitenland niet rechtstreeks beïnvloeden, anderzijds aanvaardt zij geen verantwoordelijkheid voor het monetaire gedrag van de centrale overheid en de lagere overheden en heeft derhalve weinig greep op de toeneming van de binnenlandse liquiditeitenmassa ten behoeve van de overheid²⁾.

In deze paragraaf zullen we de instrumenten bespreken, welke DNB ter beschikking staan of hebben gestaan bij de beheersing van de binnenlandse liquiditeitscreatie door de geldscheppende instellingen ten behoeve van anderen dan de overheid.

Het zwaartepunt ligt hierbij in de kredietverlenende activiteit van de algemene banken, de postgiro en de coöperatief georganiseerde banken. De instrumenten kunnen allereerst ingedeeld worden op basis van het onderscheid tussen conjuncturele en structurele instrumenten.

1) Zie Eizenga (1983), pag. 578.

2) Zie: De instrumenten van de monetaire politiek in Nederland, DNB, 1973, pag. 2, 10, 18-20 en 21. In deze publicatie wordt een volledig, maar enigszins verouderd overzicht gegeven van de instrumenten, die in Nederland door DNB worden of zijn gehanteerd.

De begrippen conjunctuur en structuur hebben in de economische literatuur verschillende interpretaties, die echter alle in relatie tot elkaar staan. In dit verband worden conjunctureel en structureel opgevat als zijnde gericht op de korte resp. lange termijn.

Vervolgens kunnen we de conjuncturele instrumenten op hun beurt weer onderscheiden in indirecte en directe instrumenten¹⁾.

De indirecte instrumenten worden gekenmerkt doordat zij de maximaal mogelijke kredietverlening van de geldscheppende instellingen beperken via de kasliquiditeit van deze instellingen, dan wel via de (alternatieve) kosten verbonden aan het aanhouden van de kasliquiditeit.

Dit kan zowel geschieden door beïnvloeding van de kasliquiditeit met behulp van marktconforme instrumenten²⁾, als door binding van de kasliquiditeit door middel van verplichte kas- en liquiditeitsreservepercentages.

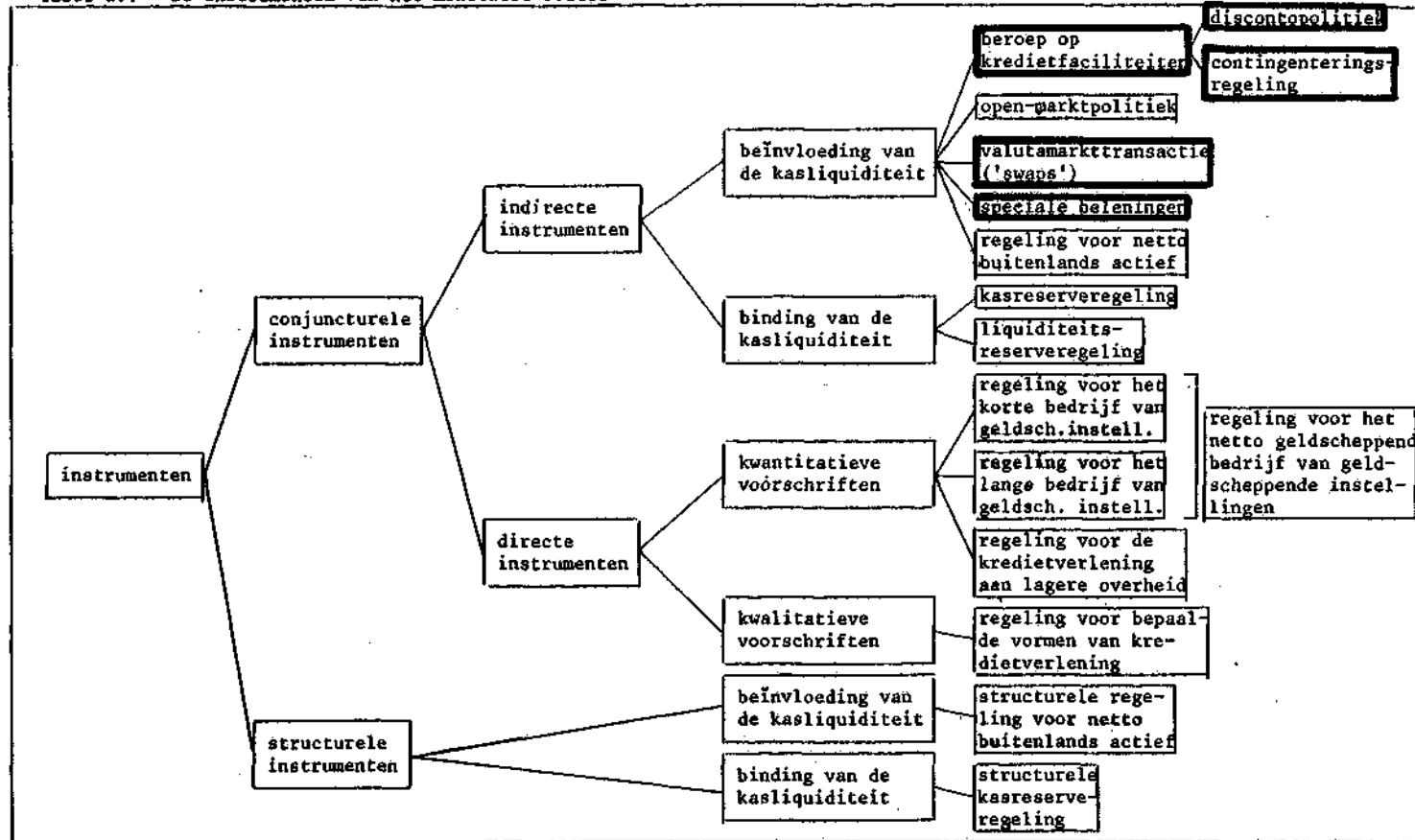
Bij de directe instrumenten speelt deze kasliquiditeit als zodanig geen rol, maar worden op rechtstreekse wijze voorschriften gegeven voor de kredietverlening van de geldscheppende instellingen aan de particuliere sector en soms aan de lagere overheid in een bepaalde periode.

Deze voorschriften kunnen van kwantitatieve, dan wel kwalitatieve aard zijn. In geval van kwantitatieve voorschriften legt DNB een beperking op aan de maximale aanwas van de omvang van de korte en/of lange kredietverlening, bij kwalitatieve of selectieve voorschriften wordt een beperking opgelegd aan bepaalde vormen van kredietverlening of worden deze zelfs verboden.

De verschillende instrumenten van het monetaire beleid, welke op het ogenblik door DNB worden toegepast of in het recente verleden door haar zijn aangewend, kunnen we indelen met de zojuist gegeven classificatie en weergeven in een schematisch overzicht:

- 1) Een dergelijk onderscheid vormt de achtergrond voor de indeling in indirecte en directe kredietbeheersing van het later te bespreken grote monetaire beleid van DNB.
- 2) Marktconform wil hier zeggen dat deze instrumenten de kasliquiditeit van de geldscheppende instellingen zodanig beïnvloeden dat de werking van de geld- en kapitaalmarkt hierdoor niet aangetast wordt.

Tabel 2.1 De instrumenten van het monetaire beleid*



*) De dik omlijnende regelingen zijn op het moment van schrijven in gebruik

In dit schema vertonen de conjuncturele instrumenten van boven naar beneden een afnemend marktconform karakter, met andere woorden hun ingrijpen in de marktwerking wordt steeds ernstiger.

De instrumenten van de centrale bank vloeien voort uit de bevoegdheden betreffende het sociaal-economisch toezicht, zoals deze hoofdzakelijk aan de WTK en de Bankwet ontleend worden.

De structurele instrumenten stoeien op artikel 21 van de WTK van 1978. Hierin worden aan de centrale bank twee bevoegdheden verschaft, die een structureel karakter dragen: de mogelijkheid tot het instellen van een structurele kasreserveregeling en van een structurele regeling voor het netto buitenlands actief van de geldscheppende instellingen. De structurele kasreserveregeling houdt verband met de reeds eerder genoemde ontwikkeling van een verdringing van de chartale geldcirculatie¹⁾. Bij een voortzetting van deze ontwikkeling dreigt de centrale bank zijn greep op de geldscheppende instellingen te verliezen. Door de instelling van een structurele kasreserveregeling blijft voor deze instellingen de noodzaak bestaan tot het blijvend op peil houden van hun kassen en wordt hun maximaal mogelijke kredietverlening op lange termijn binnen de perken gehouden²⁾.

De structurele regeling voor het netto buitenlands actief is bedoeld om een te sterke verschuiving van de deviezenreserves van de centrale bank naar de geldscheppende instellingen op lange termijn te voorkomen. Het wordt van belang geacht dat de deviezenvoorraad zoveel mogelijk geconcentreerd blijft bij de centrale bank, zodat deze voorraad te allen tijde door haar gemobiliseerd kan worden om het betalingsbalansevenwicht op lange termijn te handhaven. Daarnaast kan de regeling voor het netto buitenlands actief ook voor conjuncturele doeleinden worden aangewend, nl. voor het voeren van betalingsbalansbeleid.

Op dit aspect komen we later in deze paragraaf nog terug.

- 1) Ter illustratie van deze ontwikkeling vermelden we dat in 1960 nog 45% van de geldhoeveelheid uit chartaal geld bestond, terwijl dit aandeel in 1982 geslonken is tot ruim 33%.
- 2) Merk op dat ook zonder de structurele kasreserveregeling het kredietverleningspotentieel niet ongelimiteerd is op grond van het open karakter van de volkshuishouding, waardoor er voor de geldscheppende instellingen altijd de noodzaak blijft om een kasreserve te bezitten.

De conjuncturele instrumenten worden hetzij aan de WTK, hetzij aan de Bankwet van 1948 ontleend.

De klassieke instrumenten van het monetaire beleid, de discontopolitiek en de open-marktpolitiek, vinden hun wettelijke basis in artikel 15 van de Bankwet, waarin de werkzaamheden van de centrale bank worden omschreven¹⁾.

Op grond van artikel 22 van de WTK heeft de centrale bank de bevoegdheid om kas- en liquiditeitsreserveregelingen in te stellen, alsmede kwantitatieve en kwalitatieve kredietrestricties.

In het navolgende zullen we de verschillende conjuncturele instrumenten afzonderlijk behandelen, overeenkomstig de volgorde in het schema.

2.1 De discontopolitiek en contingenteringsregeling

De centrale bank kan de kasliquiditeit van de geldscheppende instellingen beïnvloeden door voorwaarden te stellen aan het beroep dat deze instellingen op haar kredietfaciliteiten doen, te weten de disconteringen van schatkistpapier én de voorschotten in rekening-courant²⁾. Deze voorwaarden kunnen zowel betrekking hebben op de prijs van het beroep - de discontopolitiek -, als op de omvang van het beroep - de contingenteringsregeling³⁾.

Allereerst zullen we de discontopolitiek bespreken, welke omschreven kan worden als het manipuleren van de discontotarieven van de centrale bank, en vervolgens zullen we nader ingaan op de contingenteringsregeling, welke te beschouwen is als het rantsoeneren van het beroep door de geldscheppende instellingen op de kredietfaciliteiten van de centrale bank.

Aan de discontopolitiek zijn een tweetal aspecten te onderkennen.

In de eerste plaats gaat het om de manipulatie van de rentetarieven

- 1) De maatregelen in het kader van de disconto- en open-marktpolitiek verschillen principieel van de overige instrumenten in die zin, dat er hierbij geen verbods- of gebodsbepalingen aan de geldscheppende instellingen worden opgelegd. De centrale bank treedt als marktpartij op in de geld- en valutamarkt.
- 2) De speciale beleningen worden niet als een beroep op de kredietfaciliteiten van de centrale bank beschouwd in de zin van de contingenteringsregeling.
- 3) Zie Timmerman (1977), pag. 62.

van de centrale bank met het doel de kredietvraag van het publiek en het kredietaanbod van het bankwezen te beïnvloeden. Daarnaast speelt wat genoemd zou kunnen worden de disconteringspolitiek een rol: de bereidheid van de centrale bank tot het verlenen van kredieten aan het bankwezen. De vaste band tussen de rentetarieven van DNB en de tariefstructuur van het particuliere bankwezen is toe te schrijven aan een tweetal factoren.

In de eerste plaats vloeit uit de positie van de centrale bank als 'lender of last resort' voort dat de banken ter overbrugging van tijdelijke liquiditeitstekorten een beroep kunnen doen op de centrale bank.

Indien de banken in een krappe liquiditeitspositie verkeren, waarbij een regelmatig beroep op de centrale bank noodzakelijk is, dan is het begrijpelijk dat er een verband bestaat tussen de tarieven waartegen de banken geld kunnen opnemen en de tarieven die de banken aan het publiek in rekening brengen. De andere factor die de samenhang tussen de tariefstructuur van DNB en het bankwezen verklaart, is niet minder belangrijk, namelijk de gegroeide conventie van het bankwezen om afgezien van hun eventuele afhankelijkheid van DNB de wijzigingen in de tarieven van de centrale bank te volgen.

Zoals hierboven werd aangegeven, onleent de discontopolitiek zijn betekenis aan de beïnvloeding van het kredietaanbod en de kredietvraag. Wat de kredietvraag betreft is de relatie te zoeken in de door de discontopolitiek bewerkstelligde vergroting c.q. verkleining van de financieringskosten van de bestedingen. Het gaat hier bijvoorbeeld om de rentelasten van aan bedrijven verleende investeringskredieten, maar ook de kosten die bij huurkoop- en afbetalingstransacties in de sfeer van de consumptieve bestedingen worden gemaakt. Over het algemeen acht men die invloed van weinig betekenis. De kredietkosten vormen meestal slechts een gering deel van de totale uitgaven¹⁾, dat binnen de nauwe marges van de discontopolitiek slechts weinig vergroot of verkleind kan worden. De manoeuvreerruimte is gering, omdat een enigszins belangrijke afwijking tussen de rentetarieven in binnen-

1) Een niet onbelangrijke uitzondering vormen de rentelasten in de woningbouw.

en buitenland tot kapitaalbewegingen leidt, die de beoogde werking van het disconto-instrument frustreren.

Meer betekenis wordt gehecht aan de beschikbaarheid van het krediet, die de invloed ondergaat van de discontopolitiek. Dat hangt samen met de interpretatie die de banken geven aan een wijziging van de tarieven van DNB¹⁾. Een verhoging van de tarieven wordt gezien als een aanwijzing voor het bankwezen om wat te matigen in de kredietuitzettingen.

Het tweede aspect van de discontopolitiek, de disconteringsfaciliteiten die DNB aan het bankwezen verleent, is vooral de laatste jaren in betekenis toegenomen. Dit beroep op de middelen van DNB geschiedt in de vorm van het disconteren (verkopen) van voornamelijk schatkistpapier met een resterende looptijd van maximaal 105 dagen, dan wel door middel van door de centrale bank tegen onderpand verleende voorschotten in rekening-courant. Het tarief waartegen de centrale bank het schatkistpapier in disconto neemt is het wisseldisconto, ook wel het officiële disconto genoemd. De voorschotten in rekening-courant worden verstrekt tegen een tarief dat bekend staat als de voorschotrente²⁾.

Voor de kredietmarkt (kredietaanbod en -vraag) is de voorschotrente het belangrijkste, omdat het beroep op de kredietfaciliteiten van de centrale bank voor het merendeel in de vorm van voorschotten in rekening-courant geschiedt. Disconteringen tegen het wisseldisconto komen slechts beperkt voor. In tabel 2.2 wordt geïllustreerd in welke mate de algemene banken een beroep hebben gedaan op de kredietfaciliteiten van de centrale bank.

Het blijkt dat zowel de disconteringen van schatkistpapier, als de voorschotten in rekening-courant in de afgelopen jaren sterk zijn toegenomen.

1) Zie: De instrumenten van de monetaire politiek in Nederland, DNB, febr. 1973, pag. 29.

2) Hoewel het promessedisconto nog steeds onderdeel vormt van door DNB gepubliceerde officiële tarieven, komen disconteringen tegen het promessedisconto in de praktijk niet meer voor.

Tabel 2.2 Kredietverlening door DNB aan de algemene banken
(jaargemiddelden)

jaar	Disconteringen	Voorschotten	Totaal krediet
1978	100,5	1349,1	1449,6
1979	205,5	2084,6	2290,1
1980	349,2	2268,6	2617,8
1981	327,9	3038,8	3366,7
1982	412,1	3146,2	3558,3

Bron: Jaarverslag DNB, 1982, tabel 50.

Hierboven is erop gewezen dat er een min of meer vaste marge tussen de rentetarieven van de centrale bank en de tariefstructuur van de geldscheppende instellingen, met name de rente voor de verleende voorschotten in rekening-courant.

Hierbij is het promessedisconto van DNB het uitgangspunt. De laatste jaren is deze marge af en toe vergroot, doordat de algemene bank een variërende extra renteopslag hanteerde, indien de situatie op de geldmarkt niet weerspiegeld werd in het promessedisconto. Daarmee wilden de algemene banken tegengaan dat de bedrijven tegen de in verhouding tot de geldmarkttarieven lage rekening-couranttarieven kredieten opnamen, om die vervolgens weer op de geldmarkt uit te zetten. Eveneens speelt de liquiditeit van het bankwezen een rol. Wanneer de banken in een krappe liquiditeitspositie verkeren, zal een uitbreiding van de kredietverlening alleen mogelijk zijn door het aantrekken van middelen, waarvan de marginale kosten relatief hoog zijn.

In het geval dat het promessedisconto relatief te laag was, werd daarop een extra renteopslag gelegd, bovenop de gebruikelijke rentemarge, en deze opslag weer ongedaan gemaakt, als het promessedisconto zich in overeenstemming met de geldmarktrente ontwikkelde.

In tabel 2.3 zijn de officiële tarieven van DNB opgenomen, zoals deze aan het eind van het betreffende jaar gelden (jaarultimo's). Het in de tabel vermelde tarief van de algemene banken is echter een jaargemiddelde.

Tabel 2.3 Rentetarieven van DNB en de algemene banken

	1978	1979	1980	1981	1982	
DNB {	1. Wisseldisconto	6,5%	9,5%	8%	9%	5%
	2. Promessedisconto	7,5%	11%	9,5%	10,5%	6%
	3. Voorschotrente ^{a)}	7%	10,5%	9%	10%	5,5%
Algemene banken {	4. Voorschotrente ^{b)}	13,5%	17%	12,5%	14,5%	9%
	5. Rentemarge ^{c)}	6%	6%	3%	4%	3%
	6. Extra renteopslag ^{d)}	3%	3%	-	1%	-

a) Debetrente bij DNB voor voorschotten in rekening-courant aan algemene banken

b) Debetrente bij de algemene banken voor voorschotten in rekening-courant aan particulieren tegen onderpand van effecten. In dit overzicht is uitgegaan van het hoogste tarief, dat steeds 0,5% hoger ligt dan het laagste tarief. Zie Jaarverslag DNB, Stat. bijlage, tabel 9.

c) Rentemarge = Voorschotrente bij algemene banken -/- Promessedisconto.

d) Extra renteopslag = Rentemarge -/- Vaste rentemarge (i.c. 3%).

Bronnen: Jaarverslag DNB, 1979 t/m 1982.

In 1977 werd het promessedisconto 0,5% minder verlaagd dan de voorschotrente, waardoor beide tarieven voor het eerst sedert 1950 van elkaar gingen afwijken en vanaf die tijd is die afwijking nog steeds een feit. De afwijking tussen het wisseldisconto en het promessedisconto heeft tot 1982 altijd 1,5% bedraagd. In dat jaar werd het promessedisconto en de voorschotrente beide met 0,5% verlaagd, terwijl het wisseldisconto onveranderd bleef, zodat wissel- en promessedisconto nog maar 1% verschillen.

Ondanks de eerdergenoemde functie van decentrale bank als 'lender of last resort', beschouwt DNB een beroep door het bankwezen op haar kredietfaciliteiten als een privilege, niet als een recht, en stelt zich daarbij op het standpunt dat een dergelijk beroep slechts bedoeld is ter overbrugging van tijdelijke spanningen.¹⁾ De bereidheid

1) Zie: De instrumenten van de monetaire politiek in Nederland, DNB, 1973, pag. 26. In hetzelfde jaar, waarin deze publicatie uitgegeven werd, begon DNB met het instellen van een contingenteringsregeling.

tot het verlenen van krediet brengt ons bij de contingenteringsregeling, die we in het kort zullen bespreken.

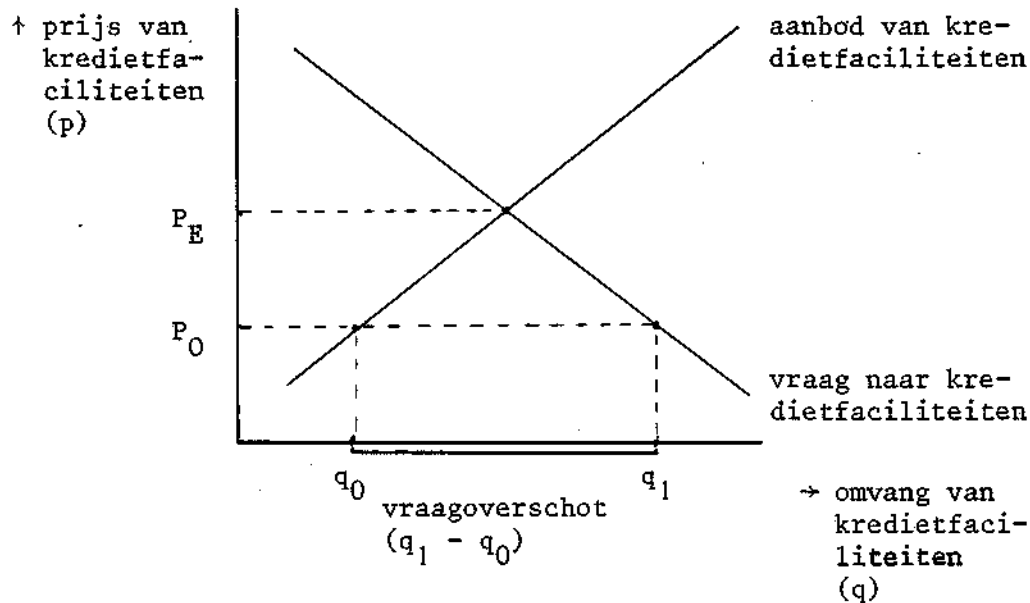
Vóór september 1973 waren er geen vaste regels voor de omvang van het beroep van de banken op DNB. Vanaf die datum begon DNB met het vastleggen van contingenten voor het gemiddelde beroep dat iedere bank bij haar kan doen tegen de officiële tarieven¹⁾. Er werd dus een limiet, een maximum gesteld aan het krediet van de centrale bank. Als criterium voor het bepalen van deze contingenten werd een percentage van de bedrijfseconomische vereiste liquiditeit van de banken genomen (3% en voor de eerste f 50 mln. 6%). Bij overschrijding van zijn contingent, zou de betreffende bank een extra vergoeding in rekening worden gebracht, die later in twee delen gesplitst is: een vaste renteopslag voor beperkte overschrijdingen (1 tot 3%) en een variabele renteopslag voor grotere overschrijdingen (2 tot 6%). De contingenten en overschrijdingszones zijn de laatste jaren vele malen aangepast en vanaf mei 1979 worden deze bepaald op grond van de verwachte ontwikkeling van de geldmarkt. Het instrument van de contingenteringsregeling leent zich voor een flexibele toepassing blijkens de herhaaldelijke wijziging van de duur van de contingentsperiode en neemt voor het functioneren van de geldmarkt nog steeds in betekenis toe²⁾. In het vervolg zullen we zowel de manipulatie van discontotarieven, als de contingenteringsregeling, dus het simultaan vastleggen door de centrale bank van prijs en omvang van haar krediet, gemakshalve aanduiden met discontopolitiek.

In geval de centrale bank zowel de prijs als de omvang (hoeveelheid) van het beroep op haar kredietfaciliteiten simultaan vaststelt, bestaat er in principe de mogelijkheid van een vraag- of aanbodoverschot op de markt voor kredietfaciliteiten. Dit kan geïllustreerd worden met de volgende figuur.

1) Zie Timmerman (1977), pag. 62.

2) Zie Bosman (1980), pag. 357.

Figuur 2.1 De markt voor kredietfaciliteiten



Deze figuur bevat het aanbod van kredietfaciliteiten door de centrale bank en de vraag naar kredietfaciliteiten door de geldscheppende instellingen, kortom de markt voor kredietfaciliteiten.

Indien de centrale bank een prijs voor haar kredietfaciliteiten vaststelt welke onder de evenwichtsprijs ligt, dat ontstaat er een vraagoverschot naar kredietfaciliteiten door de geldscheppende instellingen ($q_1 - q_0$).

Van de zijde van DNB wordt echter betwijfeld of de centrale bank het beroep op haar kredietfaciliteiten aan het einde van de dag kan weigeren, aangezien de geldscheppende instellingen bij een toenemende kredietverlening behoefte hebben aan centrale bankgeld, vanwege de opgelegde kas- en liquiditeitsreserveregelingen òf wegens de additionele vraag naar chartaal geld. De centrale bank kan in dit geval alleen haar tarieven (prijs) verhogen¹⁾.

1) Zie: Zijlstra (1979), pag. 18.

2.2 De open-marktpolitiek, valutamarkttransacties en speciale beleningen

Wij zullen nu een afzonderlijke groep van instrumenten bespreken, welke de kasliquiditeit van de geldscheppende instellingen via periodieke marktconforme transacties beïnvloeden met het oog op de geldmarktruimte. Met marktconform wordt ook hier bedoeld dat deze instrumenten niet in een bestaande markt (geldmarkt, valutamarkt, etc.) als zodanig ingrijpen, met transacties geven we aan dat het hoeveelhedsinstrumenten betreffen.

Tot deze groep rekenen we de open-marktpolitiek, de valutamarkttransacties, in het bijzonder de valutatermijntransacties ('swaps'), en de speciale beleningen door de centrale bank.

Onder open-marktpolitiek wordt verstaan het op initiatief van de centrale bank kopen c.q. verkopen van schatkistpapier, met het doel de kasliquiditeit van het bankwezen te beïnvloeden. Voor dit doel heeft DNB een portefeuille schatkistpapier, verkregen uit transacties van de staat. In de verkorte balans is het bezit aan schatkistpapier dat op deze wijze is verkregen vermeld onder de post wissels, schatkistpapier en schuldbrieven door de Bank gekocht. De open-marktpolitiek heeft zijn hoogtepunt gekend in de jaren 1952-1964, toen door voortdurende betalingsbalansoverschotten de liquiditeit van het bankwezen aanzienlijk werd vergroot en het internationale bedrijf van de banken van geringe betekenis was, althans tot 1958. Dit laatste is van belang omdat de uit het betalingsverkeer met het buitenland voortvloeiende deviezenoverschotten over het algemeen geheel werden afgedragen aan de centrale bank en niet door het bankwezen werden gebruikt voor belegging in het buitenland. De kasliquiditeit was in die periode daardoor aanzienlijk.

Na een periode waarin geen open-marktpolitiek werd gevoerd, gezien de toenemende verkrapping van de liquiditeit van het bankwezen, is de in 1971 en 1972 ten gevolge van omvangrijke speculatieve kapitaalimport ontstane overliquiditeit bij het bankwezen door middel van open-markttransacties tijdelijk gecompenseerd. Sinds augustus 1973 is de open-marktportefeuille nihil, aangezien de centrale bank de laatste jaren geen Nederlands schatkistpapier aan- of verkoopt¹⁾.

1) Van de belangrijke centrale banken zijn DNB en Schweizerischen National Bank de enige, die geen lokaal schatkistpapier in portefeuille hebben. Zie Timmerman (1977), pag. 63.

Deze gedragslijn werd in de periode 1973 t/m 1979 nog eens versterkt door de invoering van de liquiditeitsreserveregeling, waarbij de geldscheppende instellingen zich verplicht hadden om een bepaald percentage van de hun toevertrouwde gelden aan te houden in liquide activa, vooral schatkistpapier, en dus minder geneigd waren om dit papier te verkopen om hun kasliquiditeit te verruimen. Daarom heeft DNB de afgelopen jaren soms Amerikaans schatkistpapier uit haar deviezenreserves verkocht met beding van wederinkoop op termijn in geval van een te ruime geldmarkt.

In Nederland wordt aanzienlijk minder gebruik gemaakt van open-marktpolitiek dan bijv. in de Verenigde Staten, waar dit één van de belangrijkste instrumenten van het monetaire beleid is. Dit kan verklaard worden uit het gesloten karakter van de Amerikaanse volkshuishouding, waardoor betalingsbalanssaldi minder invloed uitoefenen op de kasliquiditeit van het bankwezen dan in Nederland en open-marktpolitiek dus een grotere effectiviteit kent, en uit de grotere waardering in de Verenigde Staten voor marktconforme instrumenten dan in Nederland.¹⁾

Voor de open-marktpolitiek in Nederlands schatkistpapier is, sedert 1965 in de plaats gekomen de valutamarkttransacties, in het bijzonder de valutatermijntransacties, ook wel 'swaps' genoemd. Een 'swap' is een aankoop of verkoop van buitenlandse valuta's, vooral dollars, door de centrale bank tegen gelijktijdige verkoop resp. aankoop van deze valuta's op termijn.

Deze termijn betreft meestal een maand, soms drie en een enkele keer zes maanden. Door een 'swap' wordt de termijnkoers van de betreffende valuta beïnvloedt en, gegeven de buitenlandse geldmarktrente, daardoor de binnenlandse geldmarktrente.²⁾

Bij de bespreking van het kleine monetaire beleid komen we hierop terug. In 1975 is een aanvulling op het instrument van de 'swap' gekomen in de vorm van een nieuw instrument ter beïnvloeding van de kasliquiditeit van de geldscheppende instellingen: de speciale beleningen.

- 1) Zie Vlak (1967), pag. 124-125. Monetaristen denken echter aan de open-marktpolitiek een grote rol toe in het systeem ter regulering van de geldhoeveelheid, dat hun voor ogen staat, nl. de basisgeldbeheersing. Zie Korteweg (1973), pag. 222-224.
- 2) Zie Estourgie (1977), pag. 91-96.

Speciale beleningen zijn voorschotten door de centrale bank voor vaste periode, waartoe de geldscheppende instellingen in de gelegenheid worden gesteld deel te nemen tegen een vooraf vastgestelde rente, dan wel tegen een rente bepaald volgens het tendersysteem. Deze beleningen worden niet beschouwd als een beroep op de centrale bank in de zin van de contingenteringsregeling.

2.3 De netto buitenlands actief-regeling

Hebben we aan het begin van deze paragraaf het structurele aspect van de netto buitenlands actief-regeling besproken, op deze plaats zullen we op het conjuncturele aspect van deze regeling ingaan, dus op de betekenis van de netto buitenlands actief-regeling voor de kasliquiditeit van het bankwezen en derhalve hun kredietpotentieel (maximaal mogelijke kredietverlening).

De regeling van het netto buitenlands actief, die in 1964 werd geïntroduceerd hield in dat een bank zijn verplichtingen aan het buitenland ten hoogste f 5 miljoen mag laten uitgaan boven zijn vorderingen op het buitenland¹⁾. Deze regeling is met name ontworpen om de monetaire effecten van de betalingsbalansontwikkeling te laten doorwerken op de liquiditeit van het bankwezen. Het effect van een betalingsbalansstekort is tweërlei. Behalve de daling van de binnenlandse liquiditeitsmassa treedt er een verslechtering op van de bankliquiditeit, tenminste wanneer de banken voor hun deviezen zijn aangewezen op de centrale bank. Dit kunnen we aan de hand van een eenvoudig voorbeeld illustreren.

Banken			
Kasliquiditeit	30	Krediteuren	80
Debiteuren	<u>70</u>	Kapitaal	<u>20</u>
	100		100

- 1) De regeling positie buitenland, zoals de officiële benaming luidt, is gebaseerd op artikel 21 van de WTK van 1978. Volgens deze regeling mocht een bank in principe geen netto buitenlands passief (= buitenlandse passiva -/- buitenlandse activa) bezitten, behoudens een franchise van f 5 mln, en werd daarom ook wél de 'vijf-miljoen-regeling' genoemd.

Een betalingsbalanstekort van de niet-monetaire sectoren van bijvoorbeeld 20 leidt tot een daling van de post krediteuren en van de kasliquiditeit met eenzelfde bedrag, wanneer de banken de benodigde deviezen van de centrale bank betrekken. De daling van de binnenlandse liquiditeitenmassa en de vermindering van het kredietpotentieel van de banken, door de daling van hun kasliquiditeit veroorzaakt, werken remmend op de binnenlandse bestedingen en bevorderen daarmee een herstel van de betalingsbalans.

Wanneer de banken voor hun deviezenaankoop niet afhankelijk zijn van de centrale bank, maar in het buitenland de benodigde deviezen kunnen aantrekken, dan verandert er aan de liquiditeitspositie van de banken niets. Als we aannemen dat het gehele betalingsbalanstekort door het buitenland wordt gefinancierd, dan ziet de balans er als volgt uit.

Banken			
Kasliquiditeit	30	Krediteuren	60
Debiteuren	70	Buitenlands passief	20
		Kapitaal	20
	<u>100</u>		<u>100</u>

De rem op de binnenlandse bestedingen, die van een vermindering van het kredietpotentieel uitgaat, valt hierdoor weg.

Een nauwe begrenzing van het netto buitenlands passief van het bankwezen is dus gewenst teneinde de binnenlandse bestedingen te beperken en de betalingsbalans te verbeteren.

Om die reden is het juister te spreken van een netto buitenlands passief-regeling.

Voor het bankwezen en hun kasliquiditeit is de regeling tot 1979 helemaal niet actueel geweest, aangezien er t/m 1978 steeds sprake was van een netto buitenlands actief.

In juni 1979 werd de regeling aanzienlijk verruimd (met ongeveer f 3 mrd.) door het instellen van individuele franchises voor iedere instelling in plaats van de tot dan toe uniforme franchise en in januari 1980 werd zij tenslotte opgeheven. Hiertoe werd door DNB besloten, omdat van de regeling bij aanhoudende betalingsbalanstekorten een volgens haar ongewenste druk op de koers van de gulden zou uitgaan¹⁾.

1) Zie Jaarverslag DNB, 1980, pag. 88.

In de loop van 1980 trad in samenhang met de betalingsbalanstekorten een zeer sterke stijging van het netto buitenlands passief van de banken en girodiensten op, nl. van f 0,4 mrd. per ultimo 1979 tot f 6,8 mrd. per ultimo 1980. Men kan in dit geval opmerken, dat het bankwezen in dat jaar het betalingsbalanstekort geheel financierde. In tabel 2.4 is het netto buitenlands bedrijf van banken en girodiensten opgenomen, gesplitst in het korte en lange bedrijf, zoals deze aan het eind van het betreffende jaar golden (jaarultimo's).

Tabel 2.4 Netto buitenlands bedrijf van banken en girodiensten^{a)}

	1978	1979	1980	1981	1982
Netto kort buitenlands passief	- ^{c)}	-12,2	-21,6	-19,0	-23,6
Netto lang buitenlands actief	- ^{c)}	+11,8	+14,8	+18,2	+22,3
Totaal netto buitenlands bedrijf ^{b)}	+2,2	-0,4	-6,8	-0,8	-1,3

a) Jaarultimo's, luidende in miljarden gulden.

b) Een minteken duidt op een netto buitenlands passief en een plus-teken op een netto buitenlands actief. T/m 1979 moest het totale bedrijf $\geq -0,005$ mrd. zijn (zie gebroken lijn).

c) Geen opsplitsing in kort en lang bedrijf beschikbaar.

Bronnen: Jaarverslagen DNB, 1978 t/m 1982, tabel 48, 37 resp. 39.

2.4 De kasreserveregeling

Bij de indirecte instrumenten hebben we onderscheid gemaakt tussen maatregelen die rechtstreeks invloed uitoefenen op de feitelijke kasliquiditeit en maatregelen die de aanwendbaarheid van de kasliquiditeit beïnvloeden. Tot de laatste groep behoren de kasreserve- en liquiditeitsreserveregelingen. Het heeft in dit verband met de toepassing van deze instrumenten zin om onderscheid te maken tussen de feitelijke kasliquiditeit en de vrije kasliquiditeit of kasliquiditeitsruimte, waaronder we verstaan dat gedeelte van de liquiditeit dat zonder restricties van de monetaire autoriteiten kan worden aangewend.

De kasreserveregeling, die in 1954 op basis van een overeenkomst¹⁾ met het bankwezen als aanvulling op het instrument van de open-marktpolitiek werd ingevoerd, houdt in dat de banken een bepaald percentage van de hun toevertrouwde middelen als renteloos deposito bij de centrale bank dienen aan te houden. De onder deze regeling vallende passiva betreffen hoofdzakelijk de primaire en secundaire liquiditeiten. Tegenover deze passiva, waarvan de stand aan het einde van de maand wordt gemeten, dienen de banken een percentage dat kan variëren van 0 tot 15% gedurende de daarop volgende maand gemiddeld aan te houden. Dit biedt de banken de gelegenheid kortstondige tekorten te compenseren door overschotten.

In combinatie met de open-marktpolitiek is het kasreserve-instrument toegepast in de jaren 1954 t/m 1963 en wederom af en toe in de jaren zeventig²⁾. De hoogte van de aan te houden kasreserve werd mede afgestemd op de betalingsbalansontwikkeling. Ten tijde van een betalingsbalanstekort werd het kasreservepercentage verlaagd, bij betalingsbalansoverschotten vond een verhoging plaats.

Weliswaar zou men uit een oogpunt van betalingsbalanspolitiek een tegengestelde gedragslijn verwachten; immers een verhoging van de kasreserve ten tijde van een betalingsbalansoverschot en de daaruit voortvloeiende afremming van de kredietuitzettingen, draagt bij tot de bestendiging van het betalingsbalansoverschot, maar het kasreserve-instrument werd hoofdzakelijk gehanteerd uit overwegingen van interne monetaire aard: gericht op de beperking van de interne liquiditeitscreatie³⁾. Bij de feitelijke toepassing heeft het kasreservepercentage nooit meer dan 10% bedragen.

Dit percentage is alleen in 1955 gedurende het gehele jaar van kracht geweest. In de rest van de periode van april 1954 tot september 1963 is het kasreservepercentage lager dan 10% geweest, maar wel bijna altijd hoger dan 4%. In de daarop volgende periode, van september 1963 tot september 1972, stond het percentage op nul.

- 1) Deze overeenkomst is een 'gentlemen's agreement' tussen DNB en de geldscheppende instellingen. De WTK art. 22 geeft DNB het recht tot het opleggen van een kasreserveverplichting, maar een wettelijke regeling heeft het nadeel van de beperkte geldigheidsduur, maximaal één jaar met de mogelijkheid van een eenmalige verlenging.
- 2) De kasreserveregeling werd in 1963 en in 1972 herzien. Bij de laatste wijziging werd overgestapt van maand- naar weekgemiddelden.
- 3) Zie: Van Muiswinkel (1963), pag. 5-6.

Ook daarna is de toepassing van dit instrument zeer beperkt gebleven. Gedurende de perioden september 1972 - augustus 1973 en mei 1975 - augustus 1977 heeft het kasreservepercentage slechts enkele malen op 1 of 2% gestaan¹⁾. In de daartussen gelegen periode, evenals vanaf augustus 1977 is het percentage weer gelijk aan nul.

Niet alleen de toepassing van dit instrument is in de afgelopen drie decennia wisselend geweest, maar ook de motivering die aan het gebruik ervan ten grondslag lag.

De kasreserveregeling diende in de jaren vijftig ter medefinanciering door het bankwezen van de goud- en deviezenreserves en als instrument ten behoeve van deze reserves²⁾. In de jaren zeventig is de regeling alleen bedoeld , om een in de geldmarkt als gevolg van versturende deviezenafdrachten ontstane ruimte af te romen³⁾. De laatste jaren is er echter geen gebruik meer van gemaakt⁴⁾.

- 1) Het betreft hier een kasreservepercentage op weekbasis. Op jaarbasis is het gewogen gemiddelde van deze wekelijkse kasreservepercentages vrijwel nihil.
- 2) Zie: Van Muiswinkel (1963), pag. 3.
- 3) Zie: Timmerman (1977); pag. 64.
- 4) De sedert 1954 bestaande kasreserveregeling dient te onderscheiden worden van de 'aanvullende kasreserveregeling', welke toegepast kan worden in de zware fase van de liquiditeitsreserveregeling ter ondersteuning hiervan.
Zie: Kwartaalberichten DNB, 1974, nr. 2, pag. 34.

2.5 De liquiditeitsreserveregeling

Eén van de beperkingen van de kasreservepolitiek is, dat slechts een fractie van de liquide activa wordt beheerst, zodat de banken bij het naderen van de voorgeschreven kasliquiditeitsgrenzen een ontsnapingsmogelijkheid hebben door zeer liquide beleggingsmiddelen in kasliquiditeit om te zetten. Bij de invoering van de liquiditeitsreserveregeling¹⁾ in 1973 is dit bezwaar ondervangen, omdat de reglementering zich uitstrekt tot een aanzienlijk groter gedeelte van de liquide activa. De liquiditeitsreserveregeling, die een afzonderlijk instrument vormt naast de bestaande kasreserveregeling, is met name ingevoerd om een adequate vervanging te hebben voor het tot dan toe vigerende systeem van directe kredietbeheersing.

De liquiditeitsreserveregeling bestond uit een tweetal subregelingen, aangeduid als de 'lichte fase' en de 'zware fase' van de liquiditeitsreserve. De toepassing van de lichte fase droeg een min of meer permanent karakter en diende als algemeen instrument ter bewaking van de nationale liquiditeitsquote. De zware fase van de liquiditeitsreserveregeling, die neerkomt op het uitschakelen van de zogenaamde vrije liquiditeitsruimte, was expliciet gebaseerd op artikel 22 van de WTK en zou dus alleen worden toegepast als er sprake was van een verontrustende ontwikkeling op het gebied van het kredietwezen²⁾. De verplichte liquiditeitsreserve viel uiteen in een tweetal percentages. Dit geldt zowel voor de lichte als de zware fase.

In de eerste plaats dienden de banken tegenover de korte toevertrouwde gelden, die voornamelijk bestaan uit girale tegoeden, korte-termijndeposito's en oneigenlijk spaargeld, een in beginsel door DNB maandelijks te bepalen percentage liquiditeiten aan te houden. Dit percentage, in het jaarverslag aangeduid als de liquiditeitsverplichting X, kon ten hoogste 16% bedragen onder de huidige overeenkomst.

- 1) De liquiditeitsreserveregeling berust op een gentleman's agreement tussen DNB en de handelsbanken en overige geldscheppende instellingen (m.i.v. juli 1973) en de algemene spaarbanken (m.i.v. april 1974). Zie ook: Van Eekelen (1982), pag. 458-459.
- 2) Op het verschil tussen de lichte fase en de zware fase komen we terug bij het systeem van indirecte kredietbeheersing. Zie pag. 40.

Daarnaast dienden de banken een in beginsel constant percentage, de liquiditeitsverplichting Y, aan te houden tegenover de lange toevertrouwde middelen, bestaande uit de eigenlijke spaargelden en de langetermijndeposito's en andere spaarvormen. De reserveverplichting tegenover de lange toevertrouwde gelden beoogde uitsluitend te vermijden, dat de uitkomst van de uit monetair oogpunt relevante regeling X zou worden beïnvloed door de liquide activa die in het kader van het spaarbedrijf worden aangehouden.¹⁾

De liquiditeiten die bij de berekening van de liquiditeitsverplichting in aanmerking werden genomen bestonden uit:²⁾

- a. de vrije tegoeden bij DNB, d.w.z. de tegoeden die de banken bij de centrale bank aanhouden na aftrek van de verplichte kasreserve;
- b. Nederlands schatkistpapier, dag- en kasgeldleningen aan het rijk en vrij verhandelbare schatkistcertificaten;
- c. netto-vorderingen op wisselmakelaars;
- d. kortlopende vorderingen op de lagere overheid tot een maximum van 2% der toevertrouwde gelden;
- e. principieel herdiscontabel en beleenbaar verklaarde wissels krachtens het exportfinancieringsarrangement;
- f. speciale swaps voorzover door de centrale bank als liquiditeit aangemerkt.

Een opmerkelijke leemte in dit rijtje is het ontbreken van het netto buitenlands actief, dat echter bewust buiten de regeling is gehouden. De bezwaren tegen het opnemen van deze post richten zich op de sterke fluctuaties van het netto buitenlands actief, die een veelvuldige herziening van de verplichte liquiditeitsreserve met zich konden meebrengen. Daarnaast ontbreekt het de banken aan dagelijkse informatie over de omvang van het buitenlands bedrijf. Het is duidelijk dat de banken dankzij het buiten de regeling houden van het netto buitenlands actief enige speelruimte hadden, omdat bij een naderen van de verplichte liquiditeitsgrenzen een gedeelte van het buitenlands actief kon worden gerespatieerd.

1) Zie: Kwartaalbericht DNB, 1973, nr. 2, pag. 47.

2) Zie: Kwartaalbericht DNB, 1973, nr. 2, pag. 45 e.v.

Een andere post die uit het oogpunt van liquiditeitsbeheersing in dit rijtje niet zou hebben misstaan is de vordering die de banken op elkaar hebben en als aftrekpost de interbancaire schulden. Het niet opnemen van deze posten is gedaan om de banken de mogelijkheid te bieden liquiditeitstekorten en -overschotten door middel van interbancaire kredietverlening te nivelleren, zodat de collectiviteit van de banken aan de liquiditeitsverplichting kon voldoen.

Evenmin werden de voorschotten die DNB aan de banken heeft verleend als aftrekpost op het liquiditeitsbezit, zoals hierboven gedefinieerd, in mindering gebracht.

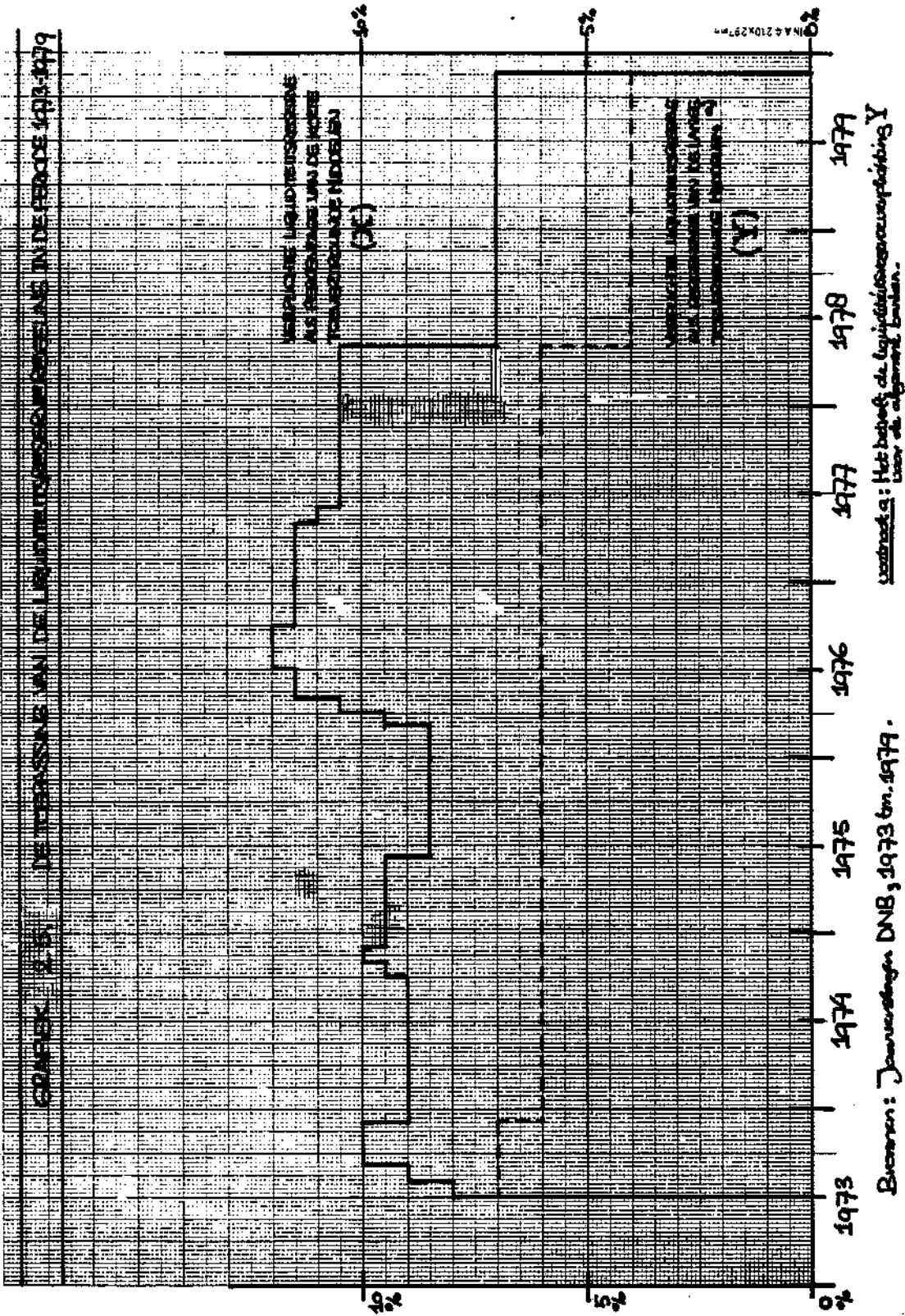
Er is hierboven gerefereerd dat bij de toepassing van de zware fase het in de bedoeling lag de liquiditeitsruimte van de banken, dat wil zeggen het verschil tussen de feitelijke en de vereiste liquiditeit, tot nul te reduceren. Door de voorschotten van de centrale bank niet als aftrekpost op te nemen, bestond de mogelijkheid voor de banken hun eventuele kredietuitzettingen via een beroep op de centrale bank te financieren, die afhankelijk van de monetaire situatie een dergelijk beroep al dan niet kon honoreren.

Bij de invoering van de lichte fase werd op grond van een onderzoek naar de liquiditeitspositie van de algemene banken en coöperatief georganiseerde banken vastgesteld dat in de periode juli 1972 t/m juni 1973 bij een liquiditeitspercentage Y van 6%, dat kon worden beschouwd als een veilige liquiditeitsdekking tegenover de langlopende toevertrouwde gelden, beide groepen van instellingen gemiddeld een liquiditeit van 13% t.o.v. de korte middelen bezaten.¹⁾ Deze gegevens vormden de basis voor de vaststelling van de liquiditeitseisen in de lichte fase, waarbij de banken een zekere marge aan vrije liquiditeiten mochten behouden.

De liquiditeitsreserveregeling is alleen maar toegepast in de periode van juli 1973 tot december 1979. In grafiek 2.5 worden een illustratie gegeven van de toepassing van deze regeling in de betreffende periode aan de hand van het verplichte liquiditeitsreservepercentage voor de

1) Bij een liquiditeitspercentage van 13% voor de korte toevertrouwde middelen (X) en 6% voor de lange (Y) zou de vrije liquiditeitsruimte bij de geldscheppende instellingen dus verdwijnen en zou de zware fase van kracht worden. Een verdere verhoging van het liquiditeitspercentage X zou deze instellingen dwingen tot een beroep op de centrale bank.

korte en lange toevertrouwde middelen: liquiditeitsverplichting X resp. Y . Hierbij beperken we ons tot de liquiditeitsverplichting Y voor de geldscheppende instellingen en laten we die voor de algemene spaarbanken buiten beschouwing, aangezien dit laatste percentage vanaf april 1974 tot december 1979 altijd op 4% heeft gestaan.



Uit deze grafiek blijkt dat de korte liquiditeitsverplichting X in de periode juli 1973 - december 1979 schommelde tussen de 7 en 12% en dus een marge kende van 5%. Dit verplichte percentage, dat in beginsel variabel zou zijn, werd inderdaad frequent aangepast, met name in 1976.

De lange liquiditeitsverplichting Y bewoog zich tijdens die periode tussen de 4 en 7%, dus met een marge van 3%.

Deze verplichting, die in beginsel vast zou zijn, werd maar tweemaal verlaagd, in december 1973 met 1 procentpunt en in april 1978 met 2 procentpunt, en fungeerde als ondersteunende maatregel bij het monetair relevante percentage X.

Het systeem van indirecte kredietbeheersing, waarbij de liquiditeitsreserveregeling het belangrijkste instrument was, was in de periode van juli 1973 tot mei 1977 van kracht.

Gedurende die periode was de liquiditeitsreserveregeling ook daadwerkelijk een effectief instrument. De sterke expansie van de kredietverlening aan de particuliere sector eind 1976 en begin 1977 bracht DNB in mei 1977 tot de herinvoering van een systeem van directe kredietbeheersing¹⁾.

De liquiditeitsreserveregeling werd in mei 1977 enigszins verzacht en in april 1978 aanmerkelijk verlaagd.

Hoewel de regeling sedert mei 1977 nog werd toegepast, was zij verder niet meer van belang, aangezien DNB een verdere beperking van de vrije liquiditeitsruimte van de geldscheppende instellingen tot 1 à 2% van de korte toevertrouwde middelen niet meer nodig vond²⁾.

Door een verzachting van de regeling kon deze vrije liquiditeitsruimte in mei 1977 weer tot tenminste 2% gerealiseerd worden.

In november 1979 werd de liquiditeitsreserveregeling tenslotte beëindigd, die gedurende de gehele periode van toepassing alleen van kracht is geweest in zijn lichte fase en nooit beproefd werd in zijn zware fase.

- 1). Op de redenen, welke aan deze herinvoering ten grondslag liggen, komen we later terug.
- 2) Zie Jaarverslag DNB, 1977, pag. 133.

In tabel 2.6 wordt een indruk gegeven van de toepassing van de liquiditeitsverplichtingen X en Y in het kader van de liquiditeitsreserveregeling. Als voorbeeld is het jaar 1977 gekozen, omdat dit niet alleen het meest recente jaar was, waarin de regeling ook effectiviteit bezat, maar tevens het jaar van herinvoering van de directe kredietbeheersing.

Tabel 2.6 Toepassing van de liquiditeitsreserveregeling in 1977

Perioden van 4 of 5 weken	Liquiditeitsreserveverplichting in % van:		Algemene banken en coöperatief georganiseerde banken			
	de lange toevertrouwde gelden (Y) a)	de korte toevertrouwde gelden (X)	In % van de korte toevertrouwde gelden d)			
			Percentage X met inbegrip van het seizoen b)	Liquiditeitsbezit c)	Vrije liquiditeitsruimte	
	1	2	3	4	5	6
1977						
16 december 1976 t/m 19 januari	6 (4)	11%	11,3	12,8	142	1,5
20 januari t/m 16 februari	6 (4)	11%	11,5	13,1		1,6
17 februari t/m 16 maart	6 (4)	11%	11,5	12,7		1,2
17 maart t/m 20 april	6 (4)	11%	11,5	12,7		1,2
21 april t/m 18 mei	6 (4)	11	11,0	13,3	2,3	
19 mei t/m 15 juni	6 (4)	10%	10,9	14,0	ten minste 2	3,1
16 juni t/m 20 juli	6 (4)	10%	10,9	13,8		2,9
21 juli t/m 17 augustus	6 (4)	10%	10,5	13,9		3,4
18 augustus t/m 21 september	6 (4)	10%	10,3	13,5		3,2
22 september t/m 19 oktober	6 (4)	10%	10,4	13,6	ten minste 2	3,2
20 oktober t/m 16 november	6 (4)	10%	10,4	12,7		2,3
17 november t/m 21 december	6 (4)	10%	10,5	13,2		2,7
22 december t/m 18 januari	6 (4)	10%	10,4	13,3		2,9

- a) Tussen haakjes het percentage dat geldt voor de algemene spaarbanken.
- b) Liquiditeitsreserveverplichting, rekening houdend met de seizoensmatige correctie, die individuele banken krachtens de regeling op het door de Bank vastgestelde liquiditeitsreservepercentage (X) hebben toegepast.
- c) Na aftrek van de liquiditeitsreserveverplichting tegenover de lange toevertrouwde gelden.
- d) Per eind 1977 kwam 1% van de korte toevertrouwde gelden overeen met f 550 mln.

Ter toelichting op de tabel zij vermeld dat in kolom 3 het percentage X staat vermeld dat de banken op grond van een met DNB overeengekomen regeling mogen hanteren. Bij de vaststelling van X wordt namelijk geen rekening gehouden met enigerlei seizoenpatronen van de onder de regeling vallende activa en passiva. Wanneer de individuele banken dat wensen kunnen zij een seizoenpatroon indienen, op grond waarvan de maandelijkse percentages kunnen worden aangepast.

Het in de eerste kolom van de tabel tussen haakjes vermelde percentage van 4 heeft betrekking op de Y-regeling voor de algemene spaarbanken, waarvoor een verder gelijklopende regeling als voor de geldscheppende instellingen is overeengekomen.

2.6 De kwantitatieve en kwalitatieve kredietrestrictie

In deze paragraaf zullen we nader ingaan op de directe instrumenten van het monetaire beleid. Deze instrumenten beperken de maximaal mogelijke kredietverlening van de geldscheppende instellingen niet via hun kasliquiditeit, zoals de hiervoor besproken instrumenten. Kenmerkend voor de directe instrumenten is, dat zij op rechtstreekse, directe wijze voorschriften geven aan (bepaalde vormen van) kredietverlening van de algemene banken, coöperatief georganiseerde banken en eventueel postgiro en spaarbanken. Het betreft hier korte en/of lange kredieten aan de particuliere sector en soms ook aan de lagere overheid.

Vanwege het feit dat de centrale bank geen verantwoordelijkheid wenst te aanvaarden voor het monetaire gedrag van de centrale overheid (het rijk), hebben deze voorschriften nooit betrekking gehad op de kredietverlening aan het rijk¹⁾.

Indien de voorschriften van kwalitatieve aard zijn, spreken we van een kwalitatieve of selectieve kredietrestrictie.

Hierbij wordt een beperking opgelegd aan bepaalde vormen of soorten van kredietverlening van de geldscheppende instellingen en kunnen

1) Zie: De instrumenten van de monetaire politiek in Nederland, DNB, 1973, pag. 2. Een uitzondering daarop is de brief van de directie van DNB aan de minister van financiën, d.d. 18 december 1980, waarin DNB dreigde om de vrijheid van het bankwezen bij haar korte kredietverlening aan het rijk in heroverweging te nemen. Zie: Kwartaalbericht DNB, 1980, nr. 4, pag. 13-17.

deze in uiterste noodzaak zelfs verboden worden. Ten opzichte van kwalitatieve kredietrestricties huldigt DNB de opvatting, dat deze alleen onder bijzondere omstandigheden, zoals in tijden van oorlog of wederopbouw, op grote schaal acceptabel zijn¹⁾.

De toepassing van dit instrument is dan ook beperkt geweest. In de periode van 1955 t/m 1957 verzocht DNB de banken regelmatig om zich te matigen bij de financiering van afbetalingskredieten en bedrijfsinvesteringen.

Op verzoek van de minister van financiën vroeg DNB in februari 1969 aan de algemene en coöperatief georganiseerde banken zich te beperken bij het verstrekken van persoonlijke leningen om een scheeftrekken van de concurrentieverhoudingen tussen deze banken en andere kredietinstellingen te vermijden. Deze verzoeken werden herhaald t/m september 1972.

Sindsdien is dit instrument niet meer gebruikt.

Hebben de voorschriften ten aanzien van de kredietverlening daarentegen een kwantitatief karakter, dan wordt gesproken van een kwantitatieve kredietrestrictie of kredietplafonnering. De laatste benaming geeft aan dat de voorschriften op te vatten zijn als kredietplafonds, die echter telkens aangepast kunnen worden.

Deze voorschriften leggen dus een beperking op aan de omvang (hoeveelheid) van de kredietverlening van de geldscheppende instellingen.

Hieraan kan een sterke behoefte bij de centrale bank bestaan, wanneer de geldscheppende instellingen over een zeer ruime liquiditeit beschikken, die langs de weg van de indirecte instrumenten slechts met een rigoreuze ingreep kan worden verminderd. In het begin van de jaren zestig deed zich een dergelijke situatie voor. De toen beschikbare instrumenten, kasreserveregeling en open-marktpolitiek, werden niet toereikend geacht om de kasliquiditeit tot de gewenste omvang terug te brengen¹⁾. Om hierin toch te slagen, voerde DNB in juni 1961 een kwantitatieve kredietrestrictie in, die met enkele onderbrekingen (in 1963, 1967 en 1968) tot maart 1972 van kracht is geweest. De kwantitatieve kredietrestrictie, die in de zestiger en zeventiger jaren werd toegepast, bestond uit drie regelingen:

- 1) De werking van de kasreserveregeling is te globaal, omdat het kasreservepercentage afgestemd moet zijn op de overliquiditeit van de collectiviteit van het bankwezen.

1. de regeling voor de korte kredietverlening aan de particuliere sector;
2. de regeling voor het lange bedrijf;
3. de regeling voor de korte kredietverlening aan de lagere overheid.

Deze regelingen werden niet tegelijkertijd ingevoerd.

De tweede en derde regeling werd aanvankelijk alleen opgelegd aan de algemene banken en coöperatief georganiseerde banken. Later werden ook de postcheque- en girodienst en de algemene spaarbanken bij deze beide regelingen betrokken.

Dat de laatste kredietinstellingen onder deze regelingen werden gebracht, kan toegeschreven worden aan optredende branchevervaging bij deze instellingen¹⁾.

De regeling voor de korte kredietverlening, die in 1960 werd overeengekomen en voor het eerst werd toegepast in 1961, hield in dat ten opzichte van de stand van de kredietuitzettingen in de basisperiode de korte kredietverlening met niet meer dan een bepaald percentage mocht stijgen. Bij eventuele collectieve overschrijding van de bij de regeling betrokken bankinstellingen, kon van de individuele overtreders gevraagd worden een renteloos strafdeposito bij de centrale bank aan te houden.

De regeling voor het lange bedrijf, die in 1965 werd ingevoerd voor de algemene banken en coöperatief georganiseerde banken, in 1969 voor de algemene spaarbanken en vanaf 1970 eveneens voor de postcheque- en girodienst gold, hield in dat de lange activa niet méér mochten toenemen dan de lange passiva, gerekend vanaf een bepaalde datum. De reden van de invoering was de sterke toeneming van de lange binnenlandse uitzettingen in verhouding tot de toeneming van de lange passiva, m.a.w. een op rekening van het bankbedrijf geschreven inflatoire financiering.

De regeling voor de korte kredietverlening aan de lagere overheid ten slotte, die van 1966 tot 1972 functioneerde, had voornamelijk ten doel het financieringsgedrag van de lagere overheid mede te helpen centraliseren. Doordat de lagere overheid slechts in beperkte mate bij de

1) Zie Bosman (1980), pag. 352.

algemene banken en coöperatief georganiseerde banken terecht kon, wat vanaf 1969 respectievelijk 1970 tevens voor de spaarbanken en de postcheque- en girodienst gold, moest hun korte financieringsbehoefte voornamelijk lopen via de Bank voor Nederlandsche Gemeenten, waardoor de centrale overheid een betere controle verkreeg op de ontwikkeling van de vlottende schuld van de lagere overheid.

Teneinde enig overzicht met betrekking tot de invoering van deze regelingen te verkrijgen, vatten we deze kredietplafonnering samen in een schema:

	Algemene banken en coöperatief georganiseerde banken	Postcheque- en girodienst	Algemene spaarbanken
1. Kort krediet aan de particuliere sector	1961-1972	-	-
2. Lang bedrijf	1965-1972	1970-1972	1969-1972
3. Kort krediet aan de lagere overheid	1966-1972	1969-1972	1970-1972

In maart 1972 werden de drie regelingen opgeheven en vervangen door de liquiditeitsreserveregeling in samenhang met andere indirecte instrumenten. De sterke groei van de korte en lange kredietverlening in 1976 en begin 1977¹⁾ zorgde er echter voor, dat DNB weer zijn toevlucht moest nemen tot de kredietplafonnering.

De kwantitatieve kredietrestrictie, welke in mei 1977 opnieuw werd ingevoerd, had eveneens een basisperiode als grondslag, maar hield daarentegen in dat de groei van de korte kredieten aan de private sector en (middel) lange binnenlandse beleggingen, voorzover niet gefinancierd met kapitaalmarkt middelen, beperkt diende te blijven tot een bepaald percentage. De regeling was van toepassing op de geldscheppende instellingen en spaarbanken. Als door de collectiviteit van de kredietinstellingen de norm werd overschreden dienden de individuele banken die zich daaraan

1) Dit hield verband met een forse uitbreiding van de hypothecaire kredietverlening, welke overwegend met korte middelen gefinancierd werd. Zie: Von Dewall (1982), pag. 9.

schuldig hadden gemaakt een renteloos deposito van 50% van de overschrijding aan te houden. Bovendien kon DNB aan individuele banken aanwijzingen geven om de overschrijding ongedaan te maken.

Bij deze kredietrestrictie viel de scheiding weg tussen het kort en lang bedrijf aan de actiefzijde, omdat het in monetair opzicht geen verschil maakt of een krediet voor korte of lange termijn wordt verstrekt en uitsluitend de wijze waarop kredieten gefinancierd worden van belang is¹⁾.

Er was dus sprake van één alomvattende regeling (in tegenstelling tot regelingen 1 en 2 in de jaren zestig), die de groei van het netto geldscheppend bedrijf beperkte. De toegestane groei van de netto kredietverlening werd afgestemd op de monetaire ontwikkeling en bedroeg vanaf 1977 t/m 1981 achtereenvolgens 12,5%, 8%, 9%, 8% en 6%. In januari 1981 werd tevens een regeling voor de korte kredietverlening aan de lagere overheid ingesteld (gelijk aan regeling 3 in de jaren zestig).

Het percentage voor 1981 bedroeg hierbij 6%.

De regeling voor het netto geldscheppend bedrijf van de kredietinstellingen werd in juli 1981 opgeschort. Deze opschorting vloeide voort uit een ná 1980 teruglopende economische bedrijvigheid en daardoor afnemende groei van de kredietverlening. Versterkt door een belangrijke uitbreiding van de lange passiva - de zgn. doorgeefbare passiva - liep de ruimte onder de kredietnorm op van 2,8% per ultimo 1980 tot 5% in april 1981²⁾. Aangezien deze ruimte in de tweede helft van 1981 bleef toenemen als gevolg van een verder afnemende kredietexpansie, werd de reeds opgeschorte regeling, tesamen met de regeling voor het korte krediet aan de lagere overheid, met ingang van 1982 beëindigd. Niettemin wordt de kredietrestrictie door DNB achter de hand gehouden, getuige de blijvende rapportageplicht teneinde de monetaire ontwikkeling te kunnen volgen³⁾.

In tabel 2.7 wordt de regeling voor het netto geldscheppend bedrijf van de geldscheppende instellingen geïllustreerd voor de meest recente jaren van toepassing, nl. 1980 en 1981.

- 1) Zie: Benard (1977), pag. 239. In het geval dat kredieten met lange middelen gefinancierd worden, vindt er geen liquiditeitscreatie plaats, maar een doorgeven van besparingen.
- 2) Zie Tabel 2,7, kolom 7. Tevens: Van Dwall (1982), pag. 10-11.
- 3) Zie: Jaarverslag DNB, 1981, pag. 113.

Tabel 2.7 Kredietrestrictie voor het netto geldscheppend bedrijf
van de geldscheppende instellingen in 1980 en 1981.

(Bedragen in mrd glds, afgerond op één decimaal)

	Standen per maanduktime			Driemaands gemiddelden			
	Kort krediet aan de private sector en lage activa	Doorgeefbare passiva	Krediet volgens regeling (1-2)	Krediet volgens regeling	In % van het basisbedrag		
					Realisatie	Norm ¹	Overschrijding (5-6)
	1	2	3	4	5	6	7
Basisbedrag 1980				66,0			
Januari 1980	207,4	141,5	63,9	66,2	100,3	101	-0,7
Februari	209,1	142,6	66,5	66,5	100,8	101½	-0,7
Maart	210,7	143,6	67,1	66,5	100,8	102	-1,2
April	212,5	143,3	67,2	66,9	101,4	102½	-1,1
Mei	212,9	146,5	66,4	66,9	101,3	103	-1,7
Juni	215,5	147,9	67,6	67,1	101,6	103½	-1,9
Juli	216,0	149,8	66,2	66,7	101,1	104½	-3,4
Augustus	217,3	150,7	66,6	66,8	101,2	105	-3,8
September	219,2	151,6	67,6	66,8	101,1	105½	-4,4
Oktober	220,7	152,7	68,0	67,4	102,0	106	-4,0
November	221,8	153,5	68,3	68,0	102,9	106½	-3,6
December	224,3	154,2	70,1	68,8	104,2	107	-2,8
Basisbedrag 1981				71,5			
Januari 1981	224,4	156,0	68,4	68,9	96,4	100½	-4,1
Februari	226,0	157,0	69,0	69,2	96,7	101	-4,3
Maart	227,0	158,5	68,5	68,6	96,0	101½	-5,5
April	229,9	159,2	70,7	69,4	97,0	102	-5,0
Mei	231,1	160,1	71,0	70,1	98,0	102½	-4,5
Juni	232,4	161,8	70,6	70,8	99,0	102½	-3,5
Juli	234,0	162,6	71,4	71,0	99,3	(103)	(-3,7)
Augustus	233,8	163,4	70,4	70,8	99,0	(103½)	(-4,5)
September	234,3	164,6	69,7	70,5	98,6	(104)	(-5,4)
Oktober	235,4	165,1	70,3	70,1	98,1	(104½)	(-6,4)
November	236,4	165,9	70,5	70,2	98,1	(105)	(-6,9)
December	239,4	165,9	73,5	71,4	99,8	(105)	(-5,2)

¹ De normpercentages voor het tweede halfjaar van 1981 zijn vermeld zoals deze vermoedelijk zouden hebben gegolden indien de restrictie niet was opgeschort.

Bron: Jaarverslag DNB, 1981, tabel 38.

Ter toelichting op de tabel wordt vermeld, dat in kolom 3 het netto geldscheppend bedrijf van de geldscheppende instellingen is weergegeven. Dit is het verschil tussen de bedragen in kolom 1 en kolom 2. Op grond van de bedragen in kolom 3 wordt kolom 4 bepaald (driemaans-gemiddelden).

Indien kolom 4 vermenigvuldigd wordt met 100% en gedeeld door het basisbedrag van het betreffende jaar ontstaat kolom 5: de realisatie.

De norm in kolom 6 bepaalt DNB op grond van de monetaire ontwikkeling en geeft de maximaal toelaatbare stand van het netto geldscheppend bedrijf aan. Trekken we tenslotte kolom 6 (de norm) van kolom 5 (de realisatie) af, dan ontstaat kolom 7: de overschrijding.

3. HET GROTE MONETAIRE BELEID

Het monetaire beleid in Nederland kan wat betreft haar doeleinden onderscheiden worden in het grote (algemene) monetaire beleid en in het kleine monetaire beleid.

In deze paragraaf zullen we uitvoeriger ingaan op het grote monetaire beleid. Op het kleine monetaire beleid komen we later terug.

Onder het grote monetaire beleid wordt verstaan het beleid dat door middel van een systeem van hetzij directe, hetzij indirecte kredietbeheersing tracht de binnenlandse liquiditeitsmassa te reguleren, met als voornaamste doel het prijspeil en de conjunctuur te stabiliseren. De grondregel hierbij is dat de groei van de binnenlandse liquiditeitsmassa beperkt dient te worden tot hetgeen overeenkomt met de toename van de vraag naar primaire en secundaire liquiditeiten uit hoofde van de groei van het reëel nationaal inkomen, zodat de nationale liquiditeitsquote stabiel blijft.¹⁾

De nationale liquiditeitsquote (λ) is het quotiënt van de binnenlandse liquiditeitsmassa en het nominaal nationaal inkomen:

$$\lambda = \frac{L^m}{Y} \quad (1)$$

1) Zie Hóltrop (1971), pag. 162.

Splitsen we het nominaal inkomen (Y) op in een volumecomponent en een prijscomponent of, concreter gezegd, in het reëel nationaal inkomen (y) en het algemeen prijspeil (P_y), dan kunnen we in plaats van vergelijking (1) ook schrijven:

$$\lambda = \frac{L^m}{y \cdot P_y} \quad (2)$$

Uit vergelijking (2) blijkt, dat de nationale liquiditeitsquote kan dalen vanwege een binnenlandse liquiditeitsvernietiging, maar ook door een reële inkomensstijging en/of een algemene prijsstijging¹⁾. In dit geval spreken we van een monetaire verkrapping. Neemt de liquiditeitsquote toe, dan is er sprake van een monetaire verruiming.

Het grote monetaire beleid beoogt dus het stabiliseren van deze liquiditeitsquote en richt zich daarbij vooral op de middellange termijn²⁾. Daarbij wordt een minimaal noodzakelijke liquiditeitsquote (λ_ℓ) verondersteld.

Bijv. $\lambda_\ell = 0,35$.

Als de feitelijke liquiditeitsquote boven de minimaal noodzakelijke liquiditeitsquote ligt ($\lambda > \lambda_\ell$), dan is er sprake van monetaire ruimte, ook wel inflatoire spanning ($L^m > L^v$) en dus een te ruim monetair beleid. Ligt de feitelijke liquiditeitsquote onder de minimaal noodzakelijke ($\lambda < \lambda_\ell$), dan kunnen we spreken van monetaire krapte, ook wel deflatoire spanning ($L^m < L^v$) en dus een te krap monetair beleid. Het is derhalve de taak van het grote monetaire beleid om de feitelijke liquiditeitsquote zo dicht mogelijk bij de minimaal noodzakelijke te brengen ($\lambda = \lambda_\ell$), zodat de volkshuishouding zich min of meer in een toestand van monetair evenwicht bevindt ($L^m = L^v$).

Bij het voeren van het grote monetaire beleid heeft DNB in principe de beschikking over twee systemen ter regulering van de binnenlandse liquiditeitenmassa, nl. de indirecte kredietbeheersing (of -restrictie)

- 1) Soms kan dus gesteld worden dat bijv. een daling van de liquiditeitsquote geen weerspiegeling is van een effectief monetair beleid, maar slechts het resultaat is van een grotere inflatie. Zie jaarverslag DNB, 1970, pag. 13.
- 2) We merken op dat in het verleden, vooral uit monetaristische hoek, nogal wat theoretische bezwaren naar voren zijn gebracht tegen het hanteren van de liquiditeitsquote. Monetaristen prefereren in plaats daarvan het gebruik van de groeivoet van de binnenlandse geldhoeveelheid, dan wel liquiditeitenmassa. Zie bijv. Korteweg (1980), pag. 1289-1291.

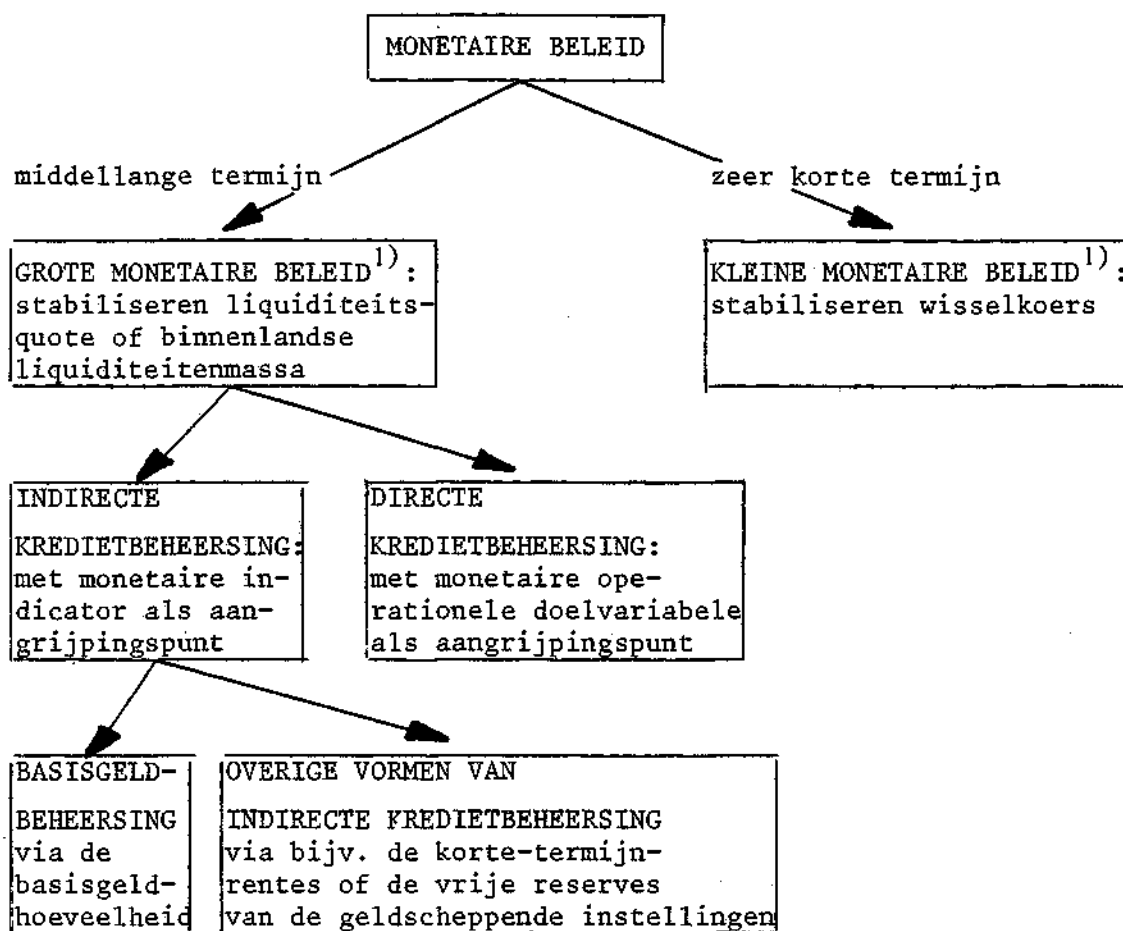
en de directe kredietbeheersing (of -restrictie)¹⁾.

Bij een systeem van indirecte kredietbeheersing kan weer een keuze gemaakt worden tussen een systeem van basisgeldbeheersing²⁾, dat werkt via de basisgeldhoeveelheid, en overige vormen van indirecte kredietbeheersing, welke bijv. via de vrije reserves van de geldscheppende instellingen werken.

- 1) De termen indirecte en directe kredietbeheersing of -restrictie kunnen verklaard worden uit het feit dat het zwaartepunt van het grote monetaire beleid van DNB ligt bij de binnenlandse liquiditeitscreatie door de geldscheppende instellingen ten behoeve van de particuliere sector, dus bij de kredietverlening door deze instellingen.
- 2) Daarnaast wordt ook de benaming 'monetary base control' voor dit systeem gehanteerd. Basisgeldbeheersing wordt vooral door monetaristen gepropageerd op grond van de door hen vermeende stabiliteit van de geldschepingscoëfficiënt.

Het bovenstaande onderscheid kan geïllustreerd worden met de volgende tabel.

Tabel 3.1 Het monetaire beleid in Nederland



In deze tabel wordt het onderscheid tussen indirecte en directe kredietbeheersing gemaakt op grond van hun respectievelijke aangrijpingspunt, te weten de monetaire indicator en de monetaire operationele doelvariabele. Alvorens dit onderscheid nader toe te lichten, zullen we deze begrippen in het navolgende bespreken.

- 1) De terminologie groot en klein monetair beleid is van recente datum en is afkomstig van G.A. Kessler, oud-directeur van DNB. De kwalificatie berust mede op het verschil in termijn waarop het beleid zich richt: het grote monetaire beleid op de middellange termijn en het kleine op de korte termijn. Zie: Timmerman (1981), pag. 291.

3.1 Instrumenten, indicatoren en doelvariabelen

Op deze plaats zullen we allereerst ingaan op het transmissiemechanisme van monetaire impulsen of, eenvoudig gezegd, de schakels via welke de instrumenten van het monetaire beleid inwerken op de doeleinden van het macro-economisch beleid. Dit is gewenst voor een beter begrip van het verschil tussen de indirecte en directe kredietbeheersing, waarop we daarna zullen ingaan.

Bij het voeren van het monetaire beleid proberen de monetaire autoriteiten door middel van hun instrumenten (Eng. 'policy instruments'), welke we in de vorige paragraaf uitvoerig belicht hebben, bepaalde macro-economische doeleinden te bereiken. Deze doeleinden, die buiten de monetaire sfeer liggen, noemen we de uiteindelijke doelvariabelen (Eng. 'goals') en de bekende voorbeelden hiervan zijn volledige werkgelegenheid, prijsstabiliteit, betalingsbalansevenwicht, evenwichtige econ. groei, aanvaardbare inkomensverdeling en tegenwoordig ook milieubehoud. Aangezien de monetaire autoriteiten de uiteindelijke doelvariabelen niet direct kunnen beïnvloeden, doordat de effecten van de instrumenten op deze variabelen onvolledig en vertraagd aan hen bekend worden, kiezen zij monetaire operationele doelvariabelen (Eng. 'targets'), welke zij redelijk kunnen beheersen en waarvan de effecten op de uiteindelijke doelvariabelen ook redelijk voorspelbaar zijn. Voorbeelden van deze operationele doelvariabelen, die tot de intermediaire variabelen gerekend worden, zijn de lange-termijn-rentes (kapitaalmarktrentes), de liquiditeitsquote en de relatieve toeneming van de binnenlandse liquiditeitsmassa.

Deze laatste variabelen worden evenals de uiteindelijke doelvariabelen niet alleen door de monetaire autoriteiten beïnvloed, maar ook door andere, exogene factoren, zodat de monetaire autoriteiten behoefte hebben aan variabelen die zich in het transmissieproces van monetaire impulsen tussen de instrumenten en de operationele doelvariabelen in bevinden om hiermee op korte termijn betrouwbare kennis over de effecten van de instrumenten ter beschikking te krijgen.

Deze variabelen worden de monetaire indicatoren¹⁾ (Eng. 'indicators')

1) Vergelijk Lat. 'indicere': aanwijzen, aangeven.

genoemd, aangezien zij de richting en de kracht van het monetaire beleid in een bepaalde periode aangeven, terwijl deze variabelen in nauwe relatie staan tot de instrumenten zelf. Een monetaire indicator moet dus op korte termijn nauwkeurig te meten zijn, eveneens op korte termijn door de monetaire autoriteiten beheerst kunnen worden met behulp van de instrumenten en een dominerende invloed hebben op de gekozen operationele doelvariabele.

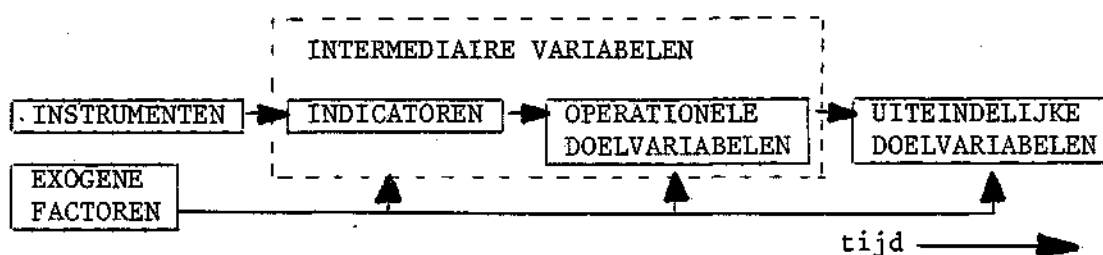
Monetaire indicatoren behoren evenals operationele doelvariabelen tot de intermediaire variabelen.

Als monetaire indicatoren kunnen bijv. de basisgeldhoeveelheid, de korte-termijn-rentes (geldmarktrentes) en de vrije reserves van de geldscheppende instellingen¹⁾ gezien worden.

De keuze van een monetaire indicator wordt bepaald door de visie van de monetaire autoriteiten ten aanzien van het verloop van het transmissieproces. Monetaristen zullen een voorkeur hebben voor de basisgeldhoeveelheid als indicator, terwijl Keynesianen e.a. meer zullen voelen voor bijv. de korte-termijn-rentes en de vrije reserves van de geldscheppende instellingen.

Het transmissieproces van monetaire impulsen kunnen we nu samenvatten in het volgende schema:

Tabel 3.2 Het transmissieproces van monetaire impulsen



- 1) De vrije reserves van de geldscheppende instellingen kunnen we definiëren als de feitelijke reserves minus de verplichte reserves en eventueel minus de geleende reserves (disconteringen, voorschotten en beleningen).

Tenslotte kunnen we hierbij de kanttekening plaatsen dat de terminologie op dit terrein nogal verwarrend is.

Sijben draait de volgorde van indicator en operationele doelvariabele om en laat de indicator dus ná de operationele doelvariabele komen¹⁾.

Bij Kessler vallen indicator en operationele doelvariabele zelfs samen in één begrip, dat door hem de monetaire 'brugvariabele' genoemd wordt²⁾.

In het vervolg zullen we in het transmissieproces de monetaire indicator vóór de operationele doelvariabele laten komen op grond van de taalkundige betekenis van deze beide begrippen. De indicator wordt hier dus beschouwd als een 'leading variable'.

3.2 Het systeem van indirecte kredietbeheersing

In een systeem van indirecte kredietbeheersing wordt getracht door middel van open-marktpolitiek en kas- en liquiditeitsreservevoorschriften de marge tussen de feitelijke en verplichte kas- en liquiditeitsreserves, ook wel de vrije liquiditeitsmarge genoemd, te verkrappen of verruimen en daarmee de kredietverlening en de liquiditeitscreatie door de geldscheppende instellingen op indirecte wijze te beheersen. Daarnaast reguleert de centrale bank door de discontotarieven en contingentering het beroep van deze geldscheppende instellingen op haar kredietfaciliteiten, waartoe de voorschotten, disconteringen en beleningen behoren³⁾.

Bij dit systeem kunnen we, analoog aan de liquiditeitsreserveregeling, weer een onderscheid maken tussen:

- a. de lichte fase, waarin de kas- en liquiditeitsreserveverplichtingen zodanig worden vastgesteld dat de geldscheppende instellingen een positieve vrije liquiditeitsmarge kan handhaven;
- b. de zware fase, waarin deze verplichtingen zodanig worden vastgesteld, dat de vrije liquiditeitsmarge nul of negatief wordt, zodat de geldscheppende instellingen in het laatste geval een beroep op de centrale bank moeten doen om aan de kas- en liquiditeitsreserveverplichtingen te kunnen voldoen.

1) Zie Sijben (1979), pag. 20-30.

2) Zie Kessler (1974), pag. 278-279.

3) Zie Korteweg (1980), pag. 1284.

De werking van een systeem van indirecte kredietbeheersing kunnen we illustreren aan de hand van de wijze, waarop de centrale bank haar eigen balans en de balans van de geldscheppende instellingen beziet bij het reguleren van de binnenlandse liquiditeitenmassa ¹⁾. Daartoe zullen we de balansen van de centrale bank en de geldscheppende instellingen vereenvoudigd weergeven ²⁾.

activa	centrale bank	passiva	activa	geldscheppende instellingen	passiva
GD	PLC		BR	PLG	
SK ^{cb}	BR		SK ^b	SL	
			KL	LP	
			LL		
			NBA		

waarin:

- GD = officiële goud- en deviezenreserves van de centrale bank,
 SK^{cb} = netto vlottende overheidsschuld bij de centrale bank
 (= bruto vlottende overheidsschuld bij de centrale bank minus 's Rijks schatkist),
 PLC = chartale geldhoeveelheid,
 BR = kasreserves van de geldscheppende instellingen,
 SK^b = netto vlottende overheidsschuld bij de geldscheppende instellingen,
 KL = korte kredietverlening aan de particuliere sector,
 LL = (middel)lange uitzettingen van de geldscheppende instellingen,
 NBA = netto buitenlands actief van de geldscheppende instellingen,
 PLG = girale geldhoeveelheid,
 SL = secundaire liquiditeiten (termijndeposito's, oneigenlijke spaargelden, etc.),
 LP = lange middelen van de geldscheppende instellingen (lange deposito's, eigenlijke spaargelden, spaarbewijzen, etc.)

1) Zie Korteweg (1980), pag. 1286.

2) Bij de weergave van deze vereenvoudigde balansen hebben we o.a. geabstraheerd van de geleende kasreserves en de netto gevestigde (lange) overheidsschuld.

Bij een systeem van indirecte kredietbeheersing worden de beide balansen afzonderlijk en niet geconsolideerd beschouwd.

De centrale bank kijkt op beide balansen slechts naar de basisgeldhoeveelheid en de balansverhoudingen, welke tot uitdrukking komen in de geldscheppingscoëfficiënt.

De basisgeldhoeveelheid en geldscheppingscoëfficiënt bepalen, zoals hier zal blijken, samen de binnenlandse liquiditeitsmassa L^m :

$$L^m = PLC + PLG + SL \quad (3)$$

Deze basisgeldhoeveelheid wordt gedefinieerd als de volkomen liquide schuld van de centrale bank en bestaat uit de chartale geldhoeveelheid plus de kasreserves van de geldscheppende instellingen:

$$B = PLC + BR \quad (4)$$

Bovendien definiëren we de door het publiek gewenste verhouding tussen chartaal en giraal geld v en de aan de geldscheppende instellingen voorgeschreven minimale kasliquiditeit b :

$$v = \frac{PLC}{PLG} \quad (5)$$

$$\text{en } b = \frac{BR}{PLG} \quad (6)$$

Indien we tenslotte de door het publiek gewenste verhouding tussen secundaire liquiditeiten en giraal geld aanduiden met s :

$$s = \frac{SL}{PLG} \quad (7)$$

dan volgt na substitutie van de vergelijkingen (4), (5), (6) en (7) in vergelijking (3) de geldaanbodidentiteit:

$$L^m = \frac{1+v+s}{v+b} \cdot B \quad (8)$$

$$\text{waarin: } B = \underbrace{GD + SK^{cb}}_{\text{bronnen van basisgeld}} = \underbrace{PLC + BR}_{\text{aanwendungen van basisgeld}}$$

De geldscheppingscoëfficiënt $\frac{l+v+s}{v+b}$ geeft dus aan in hoeverre bij een gegeven basisgeldhoeveelheid de binnenlandse liquiditeitenmassa zich zal uitbreiden.

Op de balans van de centrale bank staan de bronnen en de toepassingen van de basisgeldhoeveelheid vermeld onder de activa resp. de passiva. Deze kunnen we ook wel opvatten als het aanbod van en de vraag naar basisgeld, kortom de markt voor basisgeld.

De geldscheppingscoëfficiënt $\frac{l+v+s}{v+b}$ kunnen we afleiden uit de verhoudingen tussen enerzijds de chartale geldhoeveelheid, de kasreserves en de secundaire liquiditeiten en anderzijds de girale geldhoeveelheid op de balansen van de centrale bank en de geldscheppende instellingen. Bij een systeem van indirecte kredietbeheersing probeert de centrale bank de basisgeldhoeveelheid en/of de balansverhoudingen, welke in dit geval weerspiegeld worden door de verhoudingsgetallen v , b en s , door middel van de haar ter beschikking staande instrumenten openmarktpolitiek, kas- en liquiditeitsreserveregelingen en discontopolitiek te beïnvloeden.¹⁾

Bezien we het eerder beschreven transmissieproces van monetaire impulsen, dan grijpt het indirecte systeem aan bij de monetaire indicator. Dit systeem doet zijn invloed dus in een vroeg stadium van het transmissieproces gelden. In het geval dat de basisgeldhoeveelheid als monetaire indicator fungeert, spreken we van basisgeldbeheersing²⁾. De binnenlandse geldhoeveelheid of liquiditeitenmassa heeft hierbij de functie van monetaire operationele doelvariabele. Een dergelijk systeem wordt vooral gepropageerd door monetaristen, maar door DNB afgewezen op grond van de instabiliteit van de geldscheppingscoëfficiënt³⁾.

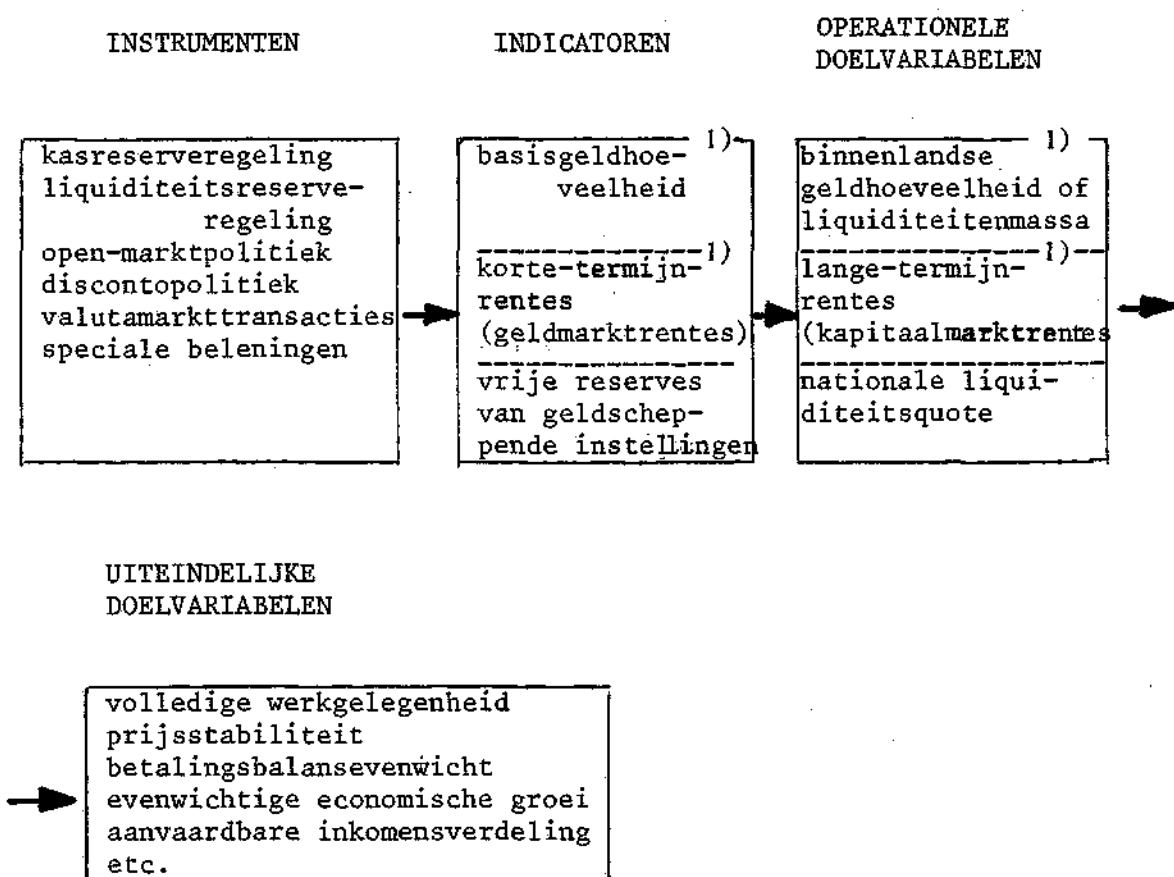
Daarnaast kunnen bijv. ook de korte-termijn-rentes, dan wel de vrije reserves van de geldscheppende instellingen als monetaire indicator gekozen worden en dus als aangrijpingspunt fungeren van een indirect systeem. Mogelijke operationele doelvariabelen zijn daarbij de lange-termijn-rentes en de nationale liquiditeitsquote.

- 1) Zie Korteweg (1973), pag. 211-214.
- 2) Zie Eijffinger (1982), pag. 3.
- 3) Zie Fase (1980), pag. 200.

Bij het indirecte systeem, zoals DNB dat in de jaren zeventig gehanteerd heeft, werden de vrije reserves of, preciezer gezegd, de vrije liquiditeitsmarge van de geldscheppende instellingen als monetaire indicator beschouwd en de liquiditeitsquote als operationele doelvariabele.

Het bovenstaande kunnen we samenvatten in het volgende schema:

Tabel 3.3 Het systeem van indirecte kredietbeheersing



- 1) Deze indicatoren resp. operationele doelvariabelen zijn tot nu toe nog niet toegepast in het kader van het grote monetaire beleid van DNB. Zij behoren in principe echter tot de mogelijkheden van een indirect systeem.

Tot slot kunnen we opmerken dat DNB de indirecte kredietbeheering in de afgelopen jaren alleen gedurende de periode 1973-1976 heeft gehanteerd en dan nog slechts de lichte fase, waarbij er altijd een positieve vrije liquiditeitsmarge bij de geldscheppende instellingen bleef bestaan. Toen er eind 1976 en begin 1977 een sterke groei van de kredietverlening aan de particuliere sector optrad, ging DNB niet over op de zware fase van de indirecte kredietbeheersing, maar nam zij weer haar toevlucht tot de directe kredietbeheersing. Hoewel de zware fase van het indirecte systeem vergaande mogelijkheden biedt, werd tot de herinvoering van het directe systeem besloten, aangezien DNB vreesde dat toepassing van de zware fase gepaard zou kunnen gaan met een rentestijging als gevolg van de concurrentie om de creditgelden¹⁾. Een dergelijke rentestijging zou een kapitaalimport en dus een liquiditeitstoevoer uit het buitenland stimuleren, waardoor de nagestreefde beperking van de liquiditeitscreatie gefrustreerd zou worden²⁾.

Volgens P. Korteweg is het systeem van indirecte kredietbeheersing daarmee nooit werkelijk beproefd en valt er geen beoordeling van de effectiviteit van dit systeem te geven³⁾.

3.3 Het systeem van directe kredietbeheersing

In een systeem van directe kredietbeheersing wordt aan het korte en/of lange bedrijf van de geldscheppende instellingen een kwantitatieve restrictie opgelegd met behulp van kredietplafonnering en daarmee gepro- beerd de kredietverlening en de liquiditeitscreatie door de geldscep- pende instellingen op directe wijze te beperken⁴⁾. Sinds 1977 wordt de kwantitatieve kredietrestrictie vastgesteld als een percentage dat de groei van het netto geldscheppend bedrijf van de geldscheppende instellingen maximaal mag uitgaan boven de stand van dat bedrijf in een bepaalde basisperiode.

Zoals later in dit hoofdstuk zal blijken, wordt de discontopolitiek eveneens toegepast bij het directe systeem. De discontopolitiek is in

- 1) De geldscheppende instellingen worden tot een dergelijke (verhevigde) concurrentie om rekening-courantsaldi, termijndeposito's, etc. gedwongen door het ontbreken of negatief zijn van hun vrije liquidi- teitsmarge.
- 2) Zie jaarverslag DNB, 1977, pag. 130 en tevens Benard (1977), pag. 240.
- 3) Zie Korteweg (1980), pag. 1285.
- 4) Zie pag. 29 e.v.

wezen een indirect instrument, omdat de centrale bank door middel van discontotarieven en/of contingentering de kasliquiditeit van de geldscheppende instellingen beïnvloedt¹⁾. Met behulp hiervan tracht men dus de kredietplafonnering te ondersteunen. Om deze reden kan het systeem van directe kredietbeheersing niet gelijk gesteld worden aan het instrument van de kredietplafonnering, hoewel dit instrument binnen het directe systeem een overheersende rol speelt.

Ook in het geval van een systeem van directe kredietbeheersing kunnen we de werking illustreren met behulp van de wijze, waarop de centrale bank haar eigen balans en de balans van de geldscheppende instellingen beschouwt. Bij een direct systeem worden de beide balansen door de centrale bank geconsolideerd en samengevoegd gezien²⁾:

activa	geconsolideerde balans van centrale bank en geldscheppende instellingen	passiva
GD + NBA SK ^{cb} + SK ^b KL + LL - LP	PLC PLG SL	L ^m

Uit deze geconsolideerde balans volgen de drie bronnen van de binnenlandse liquiditeitsmassa L^m , nl. de nationale monetaire reserves (GD + NBA), de totale netto vlottende overheidsschuld (SK^{cb} + SK^b) en het netto geldscheppend bedrijf van de geldscheppende instellingen (KL + LL - LP).

De liquiditeitsmassa neemt dus toe vanwege betalingsbalansoverschotten van de niet-monetaire sectoren, die neerslaan in een groei van de nationale monetaire reserves, vanwege monetaire financiering van het financieringstekort van de overheid, dat zich uit in een toeneming van de totale netto vlottende overheidsschuld en/of vanwege de aanwas van het

1) Zie pag. 9 e.v.

2) Zie Korteweg (1980), pag. 1287.

netto geldscheppend bedrijf van de geldscheppende instellingen:

$$\Delta L^m = \Delta(GD+NBA) + \Delta(SK^{cb}+SK^b) + \Delta(KL+LL-LP) \quad (9)$$

Het directe systeem houdt in dat de centrale bank aan de laatste term van vergelijking (9), de toeneming van het netto geldscheppend bedrijf, een kwantitatieve limiet oplegt om zodoende de binnenlandse liquiditeitscreatie te beperken.

Deze limiet is gerelateerd aan het netto geldscheppend bedrijf in een bepaalde basisperiode $t = 0$:

$$\Delta(KL + LL - LP)_t \leq \frac{\ell_t}{100\%} \cdot (KL + LL - LP)_0 \quad (10)$$

waarin: ℓ_t = kwantitatieve limiet in periode t (in procenten).

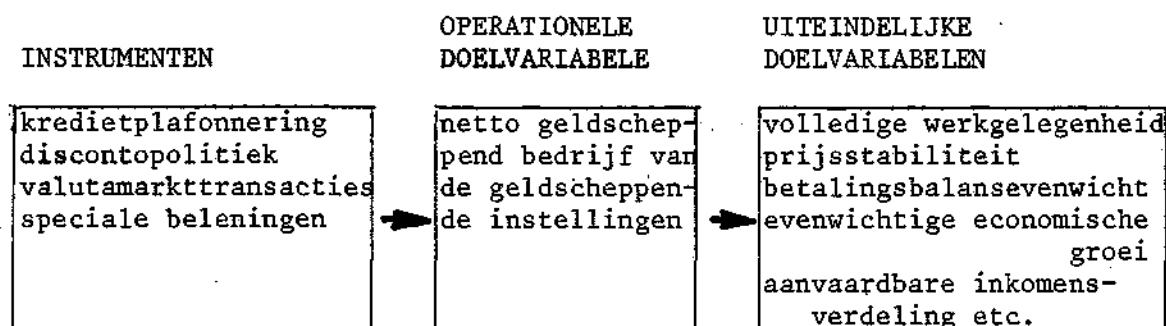
Indien we nogmaals het transmissieproces van monetaire impulsen bezien, dan grijpt het directe systeem rechtstreeks aan bij de monetaire operationele doelvariabele. Het systeem doet zijn invloed dus in een laat stadium van het transmissieproces gelden. Bij dit systeem worden dus geen monetaire indicatoren in beschouwing genomen, omdat hieraan geen behoefte bestaat. Anders geformuleerd, de begrippen indicator en operationele doelvariabele vallen bij het directe systeem met elkaar samen¹⁾.

Het directe systeem, zoals DNB dat eind van de zeventiger jaren invoerde en nu voorlopig verlaten heeft, hanteerde als monetaire operationele doelvariabele de kredietverlening aan de particuliere sector of, nauwkeuriger gezegd, het netto geldscheppend bedrijf van de geldscheppende instellingen.

Het bovenstaande kunnen we eveneens samenvatten in een schema:

1) Deze beide samenvallende begrippen komen dichtbij de monetaire 'brugvariabele', overeenkomstig de terminologie van Kessler (1974).

Tabel 3.4 Het systeem van directe kredietbeheersing



Tenslotte kunnen we opmerken dat het systeem van directe kredietbeheersing werd toegepast in de periode 1961-1972 (met onderbrekingen in 1963, 1967 en 1968) en daarna weer in de periode 1977-1981. De directe kredietbeheersing is dus de afgelopen jaren het belangrijkste systeem ter regulering van de binnenlandse liquiditeitenmassa in Nederland geweest.¹⁾

3.4 Het indirecte en directe systeem in relatie tot de instrumenten

In het navolgende zullen we mede aan de hand van een historisch overzicht een verband proberen te leggen tussen enerzijds het indirecte en directe systeem, welke we zojuist besproken hebben en anderzijds de in de vorige paragraaf toegelichte instrumenten, waarover DNB de beschikking had en heeft. De instrumenten van het monetaire beleid kunnen niet allen ingedeeld worden overeenkomstig het onderscheid tussen de indirecte en directe kredietbeheersing²⁾. Hierbij denken wij aan instru-

1) Zie Bosman (1980), pag. 352.

2) In principe kan het gehele scala van instrumenten van DNB zowel bij een indirect systeem als bij een direct systeem worden aangewend, met dien verstande dat een indirect systeem vanzelfsprekend veel meer gebruik zal maken van indirecte instrumenten (discontopolitiek, kas- en liquiditeitsreserveregelingen, etc.) en een direct systeem veel sterker op directe instrumenten (kredietplafonnering, etc.) zal leunen. Het is echter een misvatting te denken dat het systeem van directe kredietbeheersing volledig synoniem is met het instrument van kredietplafonnering. Immers, bij dit systeem hanteert DNB bijv. ook de discontopolitiek, etc.

menten als discontopolitiek, valutamarkttransacties ('swaps') en speciale beleningen. Deze worden immers bij beide systemen gehanteerd als ondersteunendbeleid (eventueel klein monetair beleid). Andere instrumenten kunnen daarentegen wel ingedeeld worden bij één van beide systemen. Zo spelen bij de indirecte kredietbeheersing de kas- en liquiditeitsvoorschriften en de open-marktpolitiek een overheersende rol, terwijl de kredietplafonnering kenmerkend is voor de directe kredietbeheersing. Deze indirecte en directe instrumenten bepalen dus het indirecte resp. directe karakter van een systeem.

In de tabel 3.5 wordt een historisch overzicht gegeven van de instrumenten en de systemen ter regulering van de liquiditeitsmassa (het grote monetaire beleid), welke DNB te onzent gedurende de afgelopen drie decennia toegepast heeft. Deze tabel geeft bij de instrumenten niet alleen de periode aan, waarin zij gehanteerd werden, maar ook de mate van aanwending.

tabel 3.5	discontopolitiek (wisseldisconto-voet)		discontopolitiek (promissedisconto-voet)		openmarktpolitiek (geldmarktverruiming of -verkrapping)	valutamarkttransacties (geldmarktverruiming of verkrapping)	speciale beleningen (geldmarktverruiming of -verkrapping)	kasreserveveregeling (kasreservepercentage)	liquiditeitsreserveregeling (liquiditeitsreserverepercentage X korte toevertrouwd gelden)	kredietplafonning (kredietrestrictiepercentage)	vigerendestelsel van wisselkoersen	toegepaste systeem bij groot monetair beleid
	mutatie van jaartot-ulti-mo's	jaartot-ulti-mo's	mutatie van jaartot-ulti-mo's	jaartot-ulti-mo's								
1953	-0,5	2,5%	-0,5	3%	-	-	-	-	-	-	vaste aanpasbare wisselkoersen (stelsel van Bretton-Woods)	indirecte kredietbeheersing
1954	-	2,5%	-	3%	-157 mln.	-	-	6,25%	-	-		
1955	-	2,5%	-	3%	-38 mln.	-	-	10%	-	-		
1956	+1,25	3,75%	+1,25	4,25%	-10 mln.	-	-	8,92%	-	-		
1957	+1,25	5%	+1,25	5,5%	-60 mln.	-	-	5,67%	-	-		
1958	-2,0	3%	-2,0	3,5%	-570 mln.	-	-	7,42%	-	-		
1959	+0,5	3,5%	+0,5	4%	-70 mln.	-	-	7,92%	-	-		
1960	-	3,5%	-	4%	-60 mln.	-	-	7,42%	-	-		
1961	-	3,5%	-	4%	+110 mln.	-	-	8,42%	-	(vanaf 1/6) 15%		
1962	+0,5	4%	+0,5	4,5%	-30 mln.	-	-	6,83%	-	7%		
1963	-0,5	3,5%	-0,5	4%	-70 mln.	-	-	2,50%	-	(vanaf 1/9) 12%	directe kredietbeheersing	
1964	+1,0	4,5%	+1,0	5%	-100 mln.	-	-	-	-	10%		
1965	-	4,5%	-	5%	-	+170 mln.	-	-	-	11%		
1966	+0,5	5%	+0,5	5,5%	-	-30 mln.	-	-	-	8%		
1967	-0,5	4,5%	-0,5	5%	-	-80 mln.	-	-	-	-		
1968	+0,5	5%	+0,5	5,5%	-	+180 mln.	-	-	-	-		
1969	+1,0	6%	+1,5	7%	-	-240 mln.	-	-	-	10%		
1970	-	6%	-	7%	-	+540 mln.	-	-	-	9,5%		
1971	-1,0	5%	-1,5	5,5%	+800 mln.	-540 mln.	-	-	-	9%		
1972	-1,0	4%	-1,0	4,5%	-800 mln.	-	-	-	-	(tot 1/3) 3%		valuta-crisis beheerst zwevende wisselkoersen (slang-arrangement)
1973	+4,0	8%	+4,5	9%	-	+2280 mln.	-	9,33%	-	-		
1974	-1,0	7%	-1,0	8%	-	-1430 mln.	-	9,17%	-	-		
1975	-2,5	4,5%	-2,5	5,5%	-	-620 mln.	+1320 mln.	8,92%	-	-		
1976	+1,5	6%	+1,5	7%	-	+760 mln.	-510 mln.	10,88%	-	-		
1977	-1,5	4,5%	-1,5	5,5%	-	-480 mln.	+320 mln.	10,88%	(vanaf 1/5)	12,5%		
1978	+2,0	6,5%	+2,0	7,5%	-	+430 mln.	+1180 mln.	8,17%	-	8%		
1979	+3,0	9,5%	+3,5	11%	-	-460 mln.	+80 mln.	6,42%	-	9%		
1980	-1,5	8%	-1,5	9,5%	-	+860 mln.	-60 mln.	-	-	8%		
1981	+1,0	9%	+1,0	10,5%	-	-1340 mln.	+1740 mln.	-	(tot 1/7)	6%	beheerst zwevende wisselkoersen (Europees Monetair stelsel)	
1982	-4,0	5%	-4,5	6%	-	+350 mln.	-2830 mln.	-	-	-		
	mutatie van jaartot-ulti-mo's	jaartot-ulti-mo's	mutatie van jaartot-ulti-mo's	jaartot-ulti-mo's	+ resp. - betekent een per saldo verruiming resp. verkrapping van de geldmarkt t.o.v. het vorige jaar			jaargemiddelden gewogen naar gedeelten van het jaar	jaargemiddelden gewogen naar gedeelten van het jaar	jaargemiddelden met datum van ingang		

Bron: Jaarverslagen DNB, 1953 t/m 1982.

Uit de tabel blijkt dat sommige instrumenten, zoals de kasreserveregeling en de open-marktpolitiek, op een enkele uitzondering na al twee decennia niet meer gebruikt worden. Daarentegen blijken andere instrumenten, zoals de liquiditeitsreserveregeling en de speciale beleningen, juist uit het laatste decennium te dateren.

Slechts één instrument is de afgelopen drie decennia vrijwel continu door DNB aangewend, nl. de discontopolitiek.

Bij de indirecte kredietbeheersing werd in de vijftiger jaren (1 april 1954 tot 1 juni 1961) gebruik gemaakt van de kasreserveregeling en de open-marktpolitiek. Tijdens de indirecte kredietbeheersing in de zeventiger jaren (1 juli 1973 tot 1 mei 1977) werd voornamelijk gesteund op het instrument van de liquiditeitsreserveregeling, hoewel de valutamarkttransacties en de speciale beleningen ook een rol speelden, evenals de discontotarieven.

Daartegenover steunde de directe kredietbeheersing in de beide perioden van toepassing zeer sterk op de kredietplafonnering, hoewel de inhoud van deze kredietrestrictie in de zestiger en begin zeventiger jaren (1 juni 1961 tot 1 maart 1972) duidelijk verschilt van de inhoud, welke zij sedert het eind van de zeventiger jaren (1 mei 1977 tot heden) heeft.

In de eerste periode werd aanvankelijk een kredietrestrictie voor de korte kredietverlening opgelegd en later, in 1965, eveneens een regeling voor het lange bedrijf ingevoerd.

Aan het begin van de tweede periode werd echter meteen een kredietrestrictie voor het netto geldscheppend bedrijf van de geldscheppende instellingen opgelegd; dus voor het korte en lange bedrijf.

Bezien we de overgangen van het indirecte op het directe systeem in 1961 en 1977, dan valt op dat de kasreserveregeling en de open-marktpolitiek resp. de liquiditeitsreserveregeling nog enige jaren ná de overgang op het directe systeem gehanteerd werden, zij het in afnemende mate.

De overgang van het directe op het indirecte systeem in 1972-1973 was daarentegen nogal abrupt. Immers, de kredietplafonnering werd ná deze overgang onmiddellijk opgeheven.

Tenslotte vertonen de indirecte en directe kredietbeheersing ten aanzien van enkele instrumenten weinig verschil.

Bij zowel het indirecte als het directe systeem wordt altijd gebruik gemaakt van de discontopolitiek, de valutamarkttransacties en tegenwoordig ook de speciale beleningen. Deze instrumenten worden gehanteerd als een ondersteuning van het grote monetaire beleid en, sedert de introductie van beheerst zwevende wisselkoersen ('managed floating') in 1972, al dan niet in het kader van het kleine monetaire beleid¹⁾. Dit laatste zullen we in de volgende paragraaf bespreken.

4. HET KLEINE MONETAIRE BELEID

De doelstelling van het kleine monetaire beleid verschilt duidelijk van die van het grote monetaire beleid (het stabiliseren van de liquiditeitsquote).

Immers, onder het kleine monetaire beleid verstaat men het beleid dat door middel van beïnvloeding van de rente op de binnenlandse geldmarkt tracht het betalingsbalanssaldo van de niet-monetaire sectoren, met het buitenland²⁾ binnen zekere grenzen te houden, dan wel dit saldo te doen neerslaan in, te laten absorberen door het netto buitenlands actief van de geldscheppende instellingen, met als doel de wisselkoers te stabiliseren³⁾.

In tegenstelling tot het grote monetaire beleid richt het kleine monetaire beleid zich vooral op de zeer korte termijn. Het kan dus van maand tot maand aangepast worden.

In het kort gezegd, probeert het kleine monetaire beleid met behulp van een verruiming of verkrapping van de binnenlandse geldmarkt invloed uit te oefenen op de koersontwikkeling van de gulden op de valutamarkt.

- 1) Men kan niet zonder meer stellen, dat de discontopolitiek, valutamarkttransacties en speciale beleningen sinds 1972 binnen het kleine monetaire beleid zijn gehanteerd. Daarvoor moet de motivering bekend zijn, welke aan het gebruik van deze instrumenten ten grondslag ligt. In het geval van het kleine monetaire beleid is het motief de stabilisatie van de wisselkoers.
- 2) Dit saldo wordt het monetaire betalingsbalanssaldo genoemd, aangezien een monetair overschot (tekort) resulteert in een toevloeiing (afvloeiing) van liquiditeiten uit (naar) het buitenland.
- 3) Zie Kessler (1978), pag. 120 en Korteweg (1980), pag. 1284.

Bij een betalingsbalansoverschot (-tekort) van de niet-monetaire sectoren probeert de centrale bank de binnenlandse geldmarktrente - de binnenrente - relatief laag (hoog) te houden ten opzichte van de buitenlandse geldmarktrente - de buitenrente - en zodoende de kapitaal-export (-import) te bevorderen en de geldscheppende instellingen te bewegen hun netto buitenlands actief uit te breiden (te laten afnemen). Hiertoe staat aan de centrale bank een uitgebreid instrumentarium ter beschikking:

discontotarieven, contingenteringsregelingen voor het beroep op haar kredietfaciliteiten, open-markttransacties, kasreserveregeling, valutamarkttransacties ('swaps') en speciale beleningen¹⁾.

Men kan zich afvragen waarom DNB betalingsbalanssaldi van de niet-monetaire sectoren liever laat doorwerken in het netto buitenlands actief (passief) van de geldscheppende instellingen dan in haar eigen goud- en deviezenreserves.

De achtergrond van deze voorkeur is dat DNB, een versterking of verzwakking van haar eigen goud- en deviezenreserves wat wil versluieren, dan wel het zichtbaar maken daarvan uitstellen ('window dressing') om het vertrouwen in de bereidheid en het vermogen van de monetaire autoriteiten om de wisselkoers te handhaven niet te ondergraven²⁾.

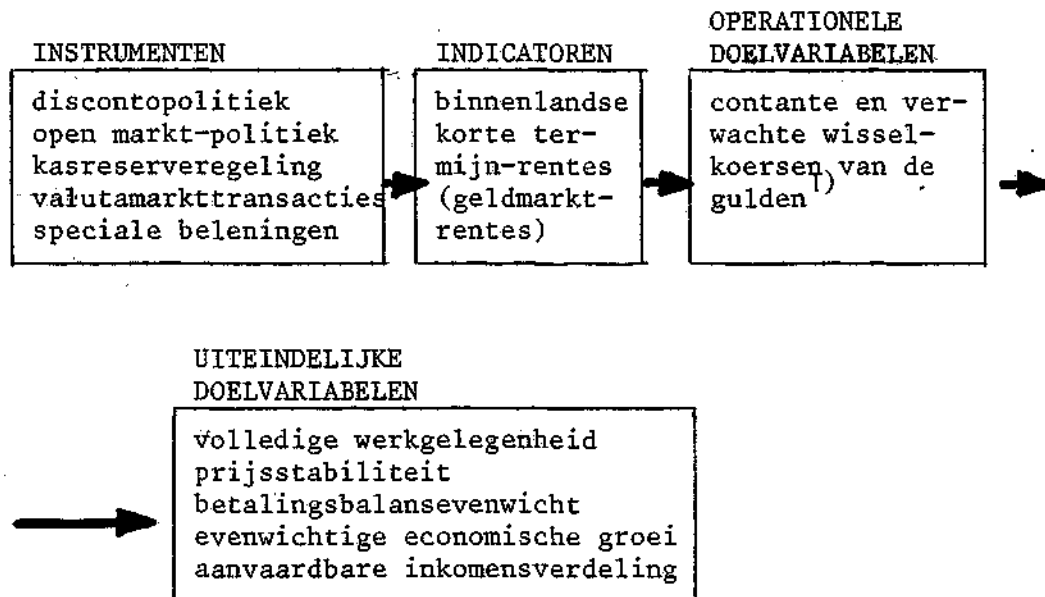
Door omvangrijke deviezenaankopen of -verkopen kan dit vertrouwen snel afnemen, hetgeen zou kunnen leiden tot een averechtse vergroting van het betalingsbalanssaldo dat de monetaire autoriteiten nu juist trachten te compenseren. In een stelsel van beheerst zwevende wisselkoersen, dat door de daaraan inherente wisselkoersverwachtingen een labiel karakter heeft, speelt het vertrouwen in de monetaire autoriteiten een grote rol en moeten omvangrijke valutamarktinterventies voorkomen worden.

- 1) Zie Timmerman (1977), pag. 62-65. Open-marktpolitiek en kasreserveregeling worden de laatste jaren echter niet meer gehanteerd.
- 2) Zie Bosman (1980), pag. 360. Bosman baseert zich hierbij op een brief van Kessler, d.d. 9 januari 1979.

Bezien we het transmissieproces van monetaire impulsen wederom, dan grijpt het kleine monetaire beleid evenals het systeem van indirecte kredietbeheersing aan bij een monetaire indicator, in dit geval de korte-termijn-rentes (geldmarktrentes) in het binnenland. De contante en verwachte wisselkoersen van de gulden fungeren hierbij als monetaire operationele doelvariabelen, welke door de centrale bank op korte termijn gestabiliseerd moeten worden.

Het bovenstaande kunnen we ook nu weer in een schema samenvatten:

Tabel 3.6 Het kleine monetaire beleid



Dit transmissieproces kan wat uitgebreider worden toegelicht met de volgende keten van reacties²⁾:

- de open-marktpolitiek, kasreserveregeling, valutamarkttransacties en speciale beleningen beïnvloeden de binnenlandse liquiditeitsruimte van de geldscheppende instellingen;

- 1) Hierbij richt de centrale bank zich in theorie op de effectieve wisselkoers m.a.w. op een gewogen gemiddelde van de koersen ten opzichte van de relevante buitenlandse valuta. In de praktijk gaat het vooral om de de dollar.
- 2) Zie Kessler (1978), pag. 119.

- deze liquiditeitsruimte en de discontotarieven van de centrale bank zijn van invloed op de binnenlandse geldmarktrentes;
- de binnenlandse en buitenlandse geldmarktrentes, beter gezegd hun verschil, en de termijnkoersen van de buitenlandse valuta's (in de praktijk vooral de dollar) leiden tot veranderingen in het netto buitenlands actief van de geldscheppende instellingen;
- deze veranderingen in het netto buitenlands actief en de eventuele veranderingen in de goud- en deviezenreserves van de centrale bank bepalen de ontwikkeling van de contante wisselkoers, welke een resultante is van vraag en aanbod op de contante valutamarkt;
- de ontwikkeling van de contante wisselkoers in het recente verleden beïnvloedt tenslotte mede de verwachte wisselkoers en dus de termijnkoers in het heden.

Indien we het instrumentarium van het kleine monetaire beleid vergelijken met dat van het systeem van indirecte kredietbeheersing, dan blijken er veel overlappingsen te bestaan. Beide maken gebruik van discontopolitiek, kasreserve-regeling, open-marktpolitiek, valutamarkttransacties en speciale beleningen.

Bij het indirecte systeem is een conflict tussen het grote en kleine monetaire beleid derhalve zeer wel denkbaar.

Daarnaast loopt het indirecte systeem evenals het kleine monetaire beleid via de geldmarkt, bijv. via de vrije reserves van de geldscheppende instellingen of via de basisgeldhoeveelheid. Tevens kan een vanwege het kleine monetaire beleid opgebouwd netto buitenlands actief door de geldscheppende instellingen gerepatriëerd worden en voor binnenlandse kredietverlening worden aangewend op het moment dat het grote monetaire beleid de binnenlandse kredietverlening en liquiditeitscreatie zou willen beperken¹⁾.

Een mogelijke doorkruising van het grote monetaire beleid door het kleine kan men als een nadeel van het indirecte systeem zien. Hoewel het instrumentarium van het kleine monetaire beleid en het systeem

1) Zie Korteweg (1980), pag. 1285 voor dit laatste punt.

van directe kredietbeheersing ook enige overlappingsen vertonen, betreft dit vooral de ondersteunende instrumenten en niet het centrale instrument, de kredietplafonnering. Een conflict tussen het grote en kleine monetaire beleid doet zich in geval van een direct systeem minder gauw voor, vooral aangezien de geldscheppende instellingen bij overschrijding van de kwantitatieve limiet (norm) voor hun netto geldschepend bedrijf naar de kapitaalmarkt gedreven worden om de benodigde lange middelen (LP) aan te trekken en dus de kapitaalmarktrente en niet de geldmarktrente beïnvloeden. Vanwege de scherpe scheiding tussen de geld- en kapitaalmarkt in Nederland¹⁾ kunnen het kleine en grote monetaire beleid langs vrijwel volledig gescheiden wegen hun invloed uitoefenen. Dit wordt als een groot voordeel van het directe systeem gezien. Het zal duidelijk zijn dat het kleine monetaire beleid minder relevantie bezit bij een stelsel van vaste aanpasbare wisselkoersen, zoals dat tot mei 1971 volgens de overeenkomst van Bretton Woods voor o.a. de gulden van toepassing was. Vanaf het moment dat de gulden beheerst ging zweven ('managed floating'), aanvankelijk op basis van het slang-arrangement²⁾, later binnen het Europees Monetair Stelsel³⁾, kreeg het kleine monetaire beleid geleidelijk aan een grotere betekenis binnen het monetaire beleid van DNB.

Dit vloeide voort uit de taak, welke DNB op grond van artikel 9.1 van de Bankwet van 1948 was opgelegd, nl. het reguleren en stabiliseren van de (interne en) externe waarde van de gulden. Het kleine monetaire beleid wordt sindsdien met behulp van een ruim instrumentarium gevoerd, waarbij DNB niet schroomt om tot een krachtadig beleid over te gaan⁴⁾, zoals in augustus 1976, toen de gulden een relatief zwakke positie had en zich onder in de slang bevond tengevolge van revaluatiegeruchten omtrent de Duitse mark. De doelstelling van het kleine monetaire beleid, het handhaven van de externe waarde van de gulden, werd in het najaar van 1979 vanwege twee externe gebeurtenissen aan-

- 1) Dit idee is afkomstig van de zijde van DNB. Zie Kessler (1978), pag. 120 en Timmerman (1981), pag. 301. Het is nog maar de vraag of deze scheiding zo sterk blijft, als de renteverschillen tussen beide markten groter en duurzamer worden.
- 2) In april 1972 trad het slang-arrangement in werking, waarbij de valuta's van een later wisselende groep van West-Europese landen gezamenlijk gingen zweven ten opzichte van de dollar.
- 3) Op 13 maart 1979 werd het EMS van kracht, dat het slang-arrangement vervang teneinde alle lidstaten van de Europese Gemeenschap gezamenlijk te laten zweven.
- 4) Zie Bosman (1980), pag. 363.

gescherpt. Enerzijds vanwege het feit dat Nederland bij het ontstaan van het EMS een beperkte devaluatie van de gulden ten opzichte van de Duitse markt kreeg opgedrongen en DNB dit in de toekomst wenste te voorkomen, anderzijds omdat de monetaire verkrapping, welke door het Federal Reserve System tegelijkertijd in de Verenigde Staten werd nagestreefd, de Amerikaanse geldmarktrente sterk deed stijgen, waardoor de geldmarktrente in Nederland eveneens steeg en de gulden verzwakte¹⁾.

Kortom, het handhaven van de wisselkoers heeft de laatste jaren meer gewicht gekregen binnen het totale beleid.

Men kan zich afvragen of het kleine monetaire beleid niet beter ondergeschikt gemaakt kan worden aan het grote.

Zoals bekend beoogt het kleine monetaire beleid een mutatie van de officiële goud- en deviezenreserves te versluieren, opdat er geen twijfel ontstaat omtrent het handhaven van de wisselkoers. De stabiliteit van het internationale kapitaalverkeer, dus het uitblijven van speculatieve bewegingen, zal echter waarschijnlijk niet bevorderd kunnen worden door dergelijke 'window dressing'²⁾.

Daarenboven is het verloop van de geldmarktrente zeer onregelmatig geworden en wordt de binnenlandse geldmarktrente grotendeels door het buitenland bepaald³⁾.

Om deze redenen kan men het beheersen van de binnenlandse geldmarkt en dus het kleine monetaire beleid ter discussie stellen.

1) Zie Timmerman (1981), pag. 291.

2) Zie Visser (1981), pag. 479.

3) Zie Timmerman (1981), pag. 301.

5. LITERATUUROVERZICHT

- Benard, W.L. (1977), Kredietbeperking, Bank- en effectenbedrijf, jrg. 26, blz. 239-240.
- Bosman, H.W.J. (1979), Monetary policy in the framework of economic policy - Central banks' autonomy, in: J.E. Wadsworth en L. de Juvigny (red.), New approaches in monetary policy, Alphen aan den Rijn, blz. 251-261.
- Bosman, H.W.J. (1980), De monetaire politiek in Nederland, Maandschrift Economie, jrg. 44, blz. 340-365.
- Compaijen, B. & R.H. van Til (1978), De Nederlandse Economie: beschrijving, voorspelling en besturing, Groningen.
- Von Dewall, F.A. (1982), De kredietrestrictie: een voorlopig vaarwel, Bank- en effectenbedrijf, jrg. 31, blz. 9-12.
- Van Eekelen, L.J.J. (1982), De liquiditeitsreserve als instrument van het monetaire beleid, Maandschrift Economie, jrg. 46, pag. 458-474.
- Eijffinger, S.C.W. (1982), Basisgeldbeheersing in Nederland, researchmemorandum 1982-17, Vrije Universiteit, Amsterdam.
- Eizenga, W. (1983), De zelfstandigheid van het Federal Reserve System en van De Nederlandsche Bank inzake het monetaire beleid vergeleken, Economisch-Statistische Berichten, jrg. 68, blz. 573-578.
- Estourgie, J.Ch. (1977), De betekenis van de euromarkt voor de Nederlandse geldmarkt, in: Het functioneren van de Nederlandse geldmarkt, NIBE-publikatie nr. 30, Amsterdam, blz. 79-107.
- Fase, M.M.G. (1980), Monetaire base control: a useful alternative for the Netherlands?, De Economist, jrg. 128, blz. 189-204.
- Holtrop, M.W. (1971), Over de doeltreffendheid van de monetaire politiek: Nederlandse ervaringen 1954-1969.
- Holtrop, M.W. (1972), Money in an open economy, selected papers on monetary policy, monetary analysis and central banking, with introductions by G.A. Kessler en F.J. de Jong, Leiden.
- Kessler, G.A. (1974), Monetaire indicatoren, in: V. Halberstadt e.a. (red.), Economie in overleg, Leiden, blz. 277-302.
- Kessler, G.A. (1978), In hoeverre zijn de actuele nationale en internationale verschijnselen van inflatie, werkloosheid en duurzame betalingsbalansonevenwichtigheden te wijten aan monetaire dan wel reële factoren?, in: Internationale stagflatie bij vaste en flexibele wisselkoersen, Preadviezen van de Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Leiden/Antwerpen, blz. 109-159.

- Korteweg, P. (1973), Over de beheersbaarheid van de geldhoeveelheid in Nederland, *De Economist*, jrg. 121, herdrukt in: W. Driehuis (red.), *Economische theorie en economische politiek in discussie*, Leiden, blz. 205-233.
- Korteweg, P. (1980), Monetair beleid in Nederland (I en II), *Economisch-Statistische Berichten*, jrg. 65, blz. 1256-1264 en blz. 1284-1291.
- Van Muiswinkel, L.F. (1963), De kasreserve-regeling in Nederland, *Bank- en effectenbedrijf*, jrg. 12, blz. 3-7.
- Sijben, J.J. (1979), *Rationele verwachtingen en de monetaire politiek*, Leiden/Antwerpen.
- Timmerman, P.C. (1977), Het interventiebeleid van De Nederlandsche Bank in de geldmarkt, in : *Het functioneren van de Nederlandse geldmarkt*, NIBE-publikatie nr. 30, Amsterdam, blz. 51-76.
- Timmerman, P.C. (1981), Het kleine monetaire beleid, in: E. den Dunnen e.a. (red.), *Zoeklicht op beleid*, Leiden/Antwerpen, blz. 291-301.
- Visser, H. (1981), Het verslag van De Nederlandsche Bank over het jaar 1980, *Economisch-Statistische Berichten*, jrg. 66, blz. 472-479.
- Vlak, G.J.M. (1967), Open-marktpolitiek als instrument van monetaire politiek, *Maandschrift Economie*, jrg. 32, blz. 109-129.
- Zijlstra, J. (1979), Monetary theory and monetary policy: A central banker's view, *De Economist*, jrg. 127, blz. 3-20.