MEDEDELINGEN DER KONINKLIJKE NEDERLANDSE
AKADEMIE VAN WETENSCHAPPEN, AFD. LETTERKUNDE
NIEUWE REEKS — DEEL 34 — No. 4

Over de doeltreffendheid van monetaire politiek: Nederlandse ervaringen 1954-1969

M. W. Holtrop

N.V. NOORD-HOLLANDSCHE UITGEVERS MAATSCHAPPIJ - AMSTERDAM, LONDEN - 1971

ISBN 72048226 7

UITGESPROKEN IN DE VERGADERING VAN
14 SEPTEMBER 1970

Betreft: Mededelingen der Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen, Afd. Letterkunde;
Nieuwe reeks – Deel 34 – No. 4

M. W. Holtrop – Over de doeltreffendheid van monetaire politiek: Nederlandse ervaringen 1954–1969

Errata: blz. 22, de laatste twee regels van de tweede alinea van deze pagina dienen als volgt te luiden:

„verschillen tussen de daarin vallende twee jaren zonder en vier jaren met restricties."

blz. 31, regel 13, i.p.v. 11,6 lees: 13,3
„ „ voetnoot, 2e kolom: i.p.v. 11,6 lees: 13,3
i.p.v. 22,1 lees: 23,8

I. Over Keynesianen en monetaristen

De regeringswisseling in de Verenigde Staten door de verkiezing van president Nixon heeft een verandering gebracht in de „pecking order" onder de Amerikaanse economisten. [1]) Als gevolg daarvan hebben de opvattingen van de moderne kwantiteitstheoretici uit de school van Milton Friedman, de zogenaamde Chicago-school, de laatste tijd een veel grotere mate van aanzien, of althans gehoor, verworven dan tevoren het geval was en zijn de zo uitgesproken Keynesiaans georienteerde economisten die zich zo lang in de zon van het adviseurschap van presidenten hadden gekoesterd ietwat in de kilte van de zuivere wetenschapsbeoefening teruggedrongen. Het debat tussen de beide groepen over de doeltreffendheid van de middelen der monetaire en der fiscale politiek heeft er aan intensiteit door gewonnen. Het leek mij interessant tegen deze achtergrond de Nederlandse ervaringen op dit gebied aan een beschouwing te onderwerpen.

De uit het oogpunt van de economische analyse belangrijkste tegenstelling tussen de beide scholen is gelegen in de wijze van benadering van het kernprobleem waarop beide een antwoord trachten te geven, te weten de vraag welke de determinanten zijn van de verandering in de omvang van het nominale nationale inkomen, een grootheid die wordt aangeduid met het symbool ΔY.[2])

Wanneer het mij veroorloofd zij de tegenstelling tussen beide scholen ietwat gestyleerd en dus ietwat ongenuanceerd weer te geven, valt daarover het volgende te zeggen.

De Keynesianen, gedachtig aan de uitspraak van hun grote leermeester, dat „in the long run we are all dead", concentreren hun aandacht vooral op de veranderingen op relatief korte termijn, dat wil zeggen die welke zich afspelen binnen het kader van de cyclische conjunctuurgolving waaraan het economische leven blijkt te zijn onderworpen. Uitgaande van de gedachte dat in onze vrije verkeersmaatschappij de bestedingen de omvang van de produktie bepalen en niet, omgekeerd, de produktie de omvang van de bestedingen, menen zij de determinanten van de schommelingen in de produktie-omvang te kunnen vinden in de schommelingen in bepaalde groepen van bestedingen aan welke zij een autonoom karakter toekennen. Autonoom betekent: zelfstandig bepaald, zij het door het beleid, of door exogene factoren, en derhalve niet

---

[1]) Geschreven in de zomer van 1970.

[2]) Een samenvatting van de betekenis der in deze publicatie gebruikte symbolen is vervat in bijlage I.

endogeen bepaald, dat wil zeggen door de variaties in andere grootheden van het systeem en met name niet door variaties in Y zelf. Tot die autonome bestedingen rekenen zij in elk geval de bestedingen van de overheid, daarnaast eventueel ook de investeringen in produktiemiddelen door het bedrijfsleven.

De toeneming van autonome bestedingen leidt in de Keynesiaanse gedachtengang tot de vorming van additioneel inkomen, dat voor een groot deel, derhalve niet ten volle, voor consumptieve bestedingen zal worden gebruikt, die op hun beurt opnieuw inkomen zullen doen ontstaan. In de zich voortzettende reeks van verzwakkende impulsen zal aldus de oorspronkelijke impuls O, voor overheidsuitgaven – of I voor autonome investeringen – leiden tot een inkomensvermeerdering waarvan de omvang bepaald wordt door de inkomens-„multiplier", die bij een binnenlandse consumptiequote van c – dat wil zeggen het percentage van het inkomen dat voor consumptieve bestedingen wordt besteed en niet wordt bespaard of voor belastingbetaling wordt gereserveerd – de waarde $\frac{1}{1-c}$ zal aannemen, zodat $\Delta Y = \frac{\Delta 0}{1-c}$. Wordt deze zelfde gedachtengang toegepast op een land waarin een toeneming van de bestedingen mede leidt tot een toeneming van de invoer, waarvan dan wel een stimulerende invloed zal uitgaan op de inkomensvorming in het buitenland, doch niet op die in eigen land, dan wordt bij een invoerquote m de formule voor het inkomenseffect van een autonome bestedingsimpuls: $\Delta Y = \frac{\Delta 0}{1-c+m}$.

De monetaristen, zoals de aanhangers van de moderne kwantiteitstheorie zich noemen, stellen tegenover dit Keynesiaanse gedachtenschema, welks relevantie voor de relatie tussen inkomensvorming en inkomensbesteding zij niet bestrijden, dat de statistische verificatie leert dat er een veel grotere mate van correlatie bestaat tussen de veranderingen in de omvang van het nominale nationale inkomen en de veranderingen in de geldhoeveelheid dan tussen de veranderingen in het nationale inkomen en die in de verondersteld autonome overheidsuitgaven of investeringen, tenzij deze laatste zelf met verandering van de geldhoeveelheid gepaard gaan. En daar zij bovendien menen te kunnen aantonen dat deze correlatie berust op een oorzakelijk verband in zodanige richting dat inderdaad de veranderingen in de geldhoeveelheid de veranderingen in het nationale inkomen bepalen, en niet omgekeerd, concluderen zij dat het de mutaties in de geldhoeveelheid zijn, en niet die in zogenaamde autonome bestedingen, die de determinant vormen van de mutaties in het nominale nationale inkomen.

Dat inderdaad, historisch gezien, de groei van het nominale

nationale inkomen in wezenlijke mate werd bepaald door de groei van de geldhoeveelheid, en niet omgekeerd, meent Friedman te hebben aangetoond in zijn, tezamen met Anna Schwartz geschreven, monumentale werk „A monetary history of the United States 1867–1960". Andersen en Jordan, medewerkers van de Federal Reserve Bank of St. Louis, menen hetzelfde te kunnen bewijzen voor de periode 1952–1968 [1]), terwijl voor die zelfde periode de irrelevantie van de fiscale politiek wordt aangetoond, voor zover die niet tevens de geldhoeveelheid beïnvloedde. Maar de door genoemde schrijvers gebruikte methoden van regressie-analyse en in het bijzonder van de vaststelling van „time lags" die de richting van het oorzakelijke verband tussen de gecorreleerde grootheden zouden bewijzen, vinden geenszins onverdeelde erkenning en vaak zelfs scherpe kritiek. [2])

De kwantiteitstheoretische benadering van het vraagstuk van de determinanten van Y vraagt om een andere „multiplier" die de autonome impuls met het daaruit resulterende effect verbindt, dan de Keynesiaanse. Die verbinding wordt gevormd door de kasquote k, de factor die tot uitdrukking brengt dat de initiële vermeerdering van inkomen die door de besteding van een nieuw gecreëerde geldhoeveelheid ontstaat, gepaard zal gaan met een vermeerdering van de aan te houden kasreserves met $k\Delta Y$, zodat de initiële bestedingsimpuls gevolgd zal worden door een navolgende reeks bestedingsimpulsen die telkens $(1-k)$ maal zo groot zullen zijn als de voorgaande. De sommatie van die inkomensimpulsen leidt tot de factor $\frac{1}{k}$, die tot uitdrukking brengt dat de inkomensvermeerdering die ontstaat door een initiële monetaire impuls ΔLm haar limiet bereikt wanneer de inkomensstijging zo groot is geworden dat de nieuwe geldhoeveelheid geheel is geabsorbeerd in de begeerde vergroting van de kasvoorraden, dat is wanneer $\Delta Y = \frac{\Delta Lm}{k}$. Brengen wij ook hier mede het invoerlek in het geding dan vinden wij $\Delta Y = \frac{\Delta Lm}{k+m}$.

Wanneer men de monetaristische en de Keynesiaanse interpre-

---

[1]) Leonall C. Andersen and Jerry L. Jordan, Monetary and Fiscal Actions: A Test of their Relative Importance in Economic Stabilization; Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 50 number 11, November 1968.

[2]) Bij voorbeeld de kritiek op Friedmans interpretatie van de „time lag" tussen de keerpunten in het tempo van groei van de geldhoeveelheid en de tijdstippen van het bereiken van het maximale en minimale niveau van het nationale inkomen. Besproken in: Harry G. Johnson: Essays in Monetary Economics, London, 1967, p. 57.

tatie van de groei van het nominale nationale inkomen in alle scherpte tegenover elkaar stelt, schijnen zij elkander geheel uit te sluiten. Wanneer $\Delta Y = \frac{\Delta 0}{1-c}$ dan is er kennelijk geen plaats voor een beïnvloeding van Y door monetaire factoren: de omvang van de geldhoeveelheid en zijn veranderingen zijn dan voor de mutaties in Y van geen betekenis. Is het daarentegen juist dat $\Delta Y = \frac{\Delta Lm}{k}$, dan zijn alle veranderingen in zogenaamd autonome bestedingscategorieën van nul en gener betekenis, tenzij zij worden begeleid door een verandering in Lm. Deze uiterste standpunten worden echter nog maar zelden zo strak ingenomen, al schuift men ze elkander nog wel eens graag in de schoenen. De feitelijke tegenstelling tussen de beide standpunten is kleiner dan de formuleringen zouden doen geloven, omdat er geen autonome vermeerdering van bestedingen mogelijk is zonder extra financieringsmiddelen, die alleen kunnen voortkomen uit geldcreatie of uit activering van bestaande liquide reserves, beide interpreteerbaar als monetaire impulsen, en omdat er bij een constante kasquote geen vermeerdering van Lm kan plaats vinden zonder een daaraan verbonden extra bestedingswil, die als autonome besteding kan worden geïnterpreteerd. Waar het in wezen om gaat is de vraag of de grootheden ΔO, eventueel ΔI, en ΔLm inderdaad wel ten volle als autonoom – en dus als niet afhankelijk van ΔY – zijn te beschouwen en door de autoriteiten als beleidsinstrument kunnen worden gehanteerd, en of de constanten c en k inderdaad wel een zodanige mate van innerlijke stabiliteit bezitten dat zij op zinvolle wijze als vermenigvuldigingsfactor tussen impulsen en effecten kunnen worden geïnterpreteerd. Dat zij geen absolute constanten zijn, wordt door iedereen erkend.

Het is ten aanzien van deze punten dat Keynesianen en monetaristen verschillende opvattingen hebben, die er dan ten slotte toe leiden, dat ieder aan de eigen benaderingswijze van de problematiek van de schommelingen in ΔY de grotere werkelijkheidswaarde meent te mogen toekennen en dus de voorkeur geeft.

Waarin de beide scholen elkander bijzonder goed kunnen vinden, is in hun scepsis ten aanzien van de betekenis van het monetaire beleid voor zover gevoerd door de centrale banken. De Keynesianen, geneigd als zij zijn te ontkennen dat ΔLm een zelfstandige invloed zou hebben op de bestedingen en dus op ΔY, doch wel gelovend in de invloed van ΔLm op de rentestand, zien de centralebankpolitiek gaarne in dienst gesteld van een stabilisering van de rente en, langs die weg, van de staatsfondsenmarkt. Daarentegen dient in hun ogen de centrale bank de beïnvloeding van de con-

junctuur bij voorkeur over te laten aan het bestedings- en belastingbeleid van de overheid. De monetaristen staan kritisch tegenover de centrale banken, omdat zij menen dat deze te vaak ingrijpen op het verkeerde moment. Ten gevolge van de „time lags" die naar hun mening bestaan tussen het nemen van monetaire beslissingen, de uitwerking van die beslissingen op de mutaties in de geldhoeveelheid en vervolgens het ten volle doorwerken van die mutaties op de veranderingen in ΔY, zijn zij van mening dat de centrale-bankpolitiek veelal averechts werkt. Friedman beveelt daarom aan het centrale-bankbeleid niet te richten op conjunctuurbeïnvloeding, doch op het totstandbrengen van een vaste procentsgewijze stijging van de geldhoeveelheid. En een gematigde monetarist als Harry Johnson zegt dat zijn onderzoek naar de monetaire politiek van de Bank of Canada hem tot de conclusie heeft geleid dat die politiek ongeveer één maand op de twaalf meer goed dan kwaad heeft gedaan. [1])

Tegen de achtergrond van de geschetste punten van tegenstelling, zowel als die van overeenstemming tussen monetaristen en Keynesianen, lijkt het van belang om de ervaringen die in Nederland met de monetaire politiek zijn opgedaan nader te analyseren, in de hoop dat die ervaringen zullen kunnen bijdragen tot een juiste waardering van de betekenis van de monetaire politiek als instrument van economisch beleid.

II. Het monetaire model van de Nederlandsche Bank

De opvattingen van de Nederlandsche Bank over doeleinden en middelen van de monetaire politiek zijn, sedert schrijver dezes in 1946 het presidentschap aanvaardde, altijd gebaseerd geweest op een kwantiteitstheoretische – men zou nu kunnen zeggen: monetaristische – gedachtengang. Grondslag was de werkhypothese dat verandering van de geldhoeveelheid, ceteris paribus, tot verandering van de omvang van het nominale nationale inkomen moet leiden en dat, omgekeerd, verandering van de nominale omvang van het nationale inkomen verandering van de geldhoeveelheid tot voorwaarde heeft. Zo ook, dat verandering in de geldhoeveelheid in beginsel beheersbaar is door de monetaire autoriteiten, dat wil zeggen Schatkist en centrale bank in onderlinge samenwerking, en dat dus uit dien hoofde zinvol gesproken kan worden van een verantwoordelijkheid van de monetaire autoriteiten voor de veranderingen in de omvang van het nominale nationale inkomen. Deze uitermate vereenvoudigde grondstelling dient in twee opzichten te worden gekwalificeerd. Ten eerste behoeven veranderingen in de omvang van het nationale inkomen niet te allen tijde

[1]) Harry G. Johnson, op. cit. p. 101.

samen te gaan met veranderingen in de geldhoeveelheid; er kunnen namelijk duurzame of tijdelijke veranderingen in de omloopsnelheid van het geld optreden. En ten tweede beheersen in een open economie bij een stelsel van binnen zeer enge grenzen gefixeerde wisselkoersen de monetaire autoriteiten de geldhoeveelheid maar ten dele. Zij hebben immers de internationale verplichting geld te creëren of te vernietigen door aankoop of verkoop van buitenlandse betaalmiddelen die zij toevoegen aan of putten uit de goud- en deviezenreserve zodra de stand der wisselkoersen daartoe aanleiding geeft. Aldus leidt een overschot op de betalingsbalans dwangmatig tot geldcreatie, tekort op de betalingsbalans tot geldvernietiging.

De exceptie met betrekking tot de omloopsnelheid vraagt nog om enige toelichting. Wat moeten wij ons bij dat begrip voorstellen? De omloopsnelheid is niet anders dan de reciproque van de kasquote, $v = \frac{1}{k} = \frac{Y}{Lm}$. De ervaring leert dat er tussen de omvang van het nationale inkomen en de op zinvolle wijze gedefinieerde geldhoeveelheid een redelijk vaste relatie bestaat die tot uitdrukking brengt welk deel van hun inkomen, c.q. hun vermogen, de economische subjecten in geldvorm wensen aan te houden. Die verhouding blijkt aan trendmatige en conjuncturele schommelingen onderhevig te zijn. Deze verlopen echter geenszins willekeurig, zijn dus niet onvoorspelbaar, noch ook zijn zij stelselmatig negatief gecorreleerd met de schommelingen in de geldhoeveelheid. Ware dit laatste het geval – en dat is wel eens een Keynesiaanse these geweest – dan zou er uiteraard niet meer zinvol van een causaal verband tussen ΔLm en ΔY gesproken kunnen worden.

De veranderingen in de omloopsnelheid kunnen niet rechtstreeks worden waargenomen. De in vele gevallen wel degelijk waarneembare wijzigingen in de voor seizoeninvloeden gecorrigeerde omvang van de kashouding bij bepaalde sectoren vormen echter wel een vrij betrouwbare aanwijzing voor veranderingen in de omloopsnelheid. Om deze reden registreert de Nederlandsche Bank bij voorbeeld de optredende veranderingen in de door spaarbanken, institutionele beleggers en lagere overheid aangehouden kasvoorraden. Uiteindelijk kan verandering van de omloopsnelheid echter slechts worden vastgesteld aan de hand van de wijziging in de verhouding tussen de gemiddelde omvang van de geldhoeveelheid in een bepaalde periode en de omvang van het nationale inkomen in dezelfde periode. Niettemin moet de verandering van de omloopsnelheid, of zoals de Bank het gaarne uitdrukt: de activering of desactivering van bestaande liquiditeiten, erkend worden als een zelfstandige monetaire impuls, die op het economische leven

een zelfde invloed uitoefent als een vermeerdering of vermindering van de geldhoeveelheid.

In onze huidige samenleving vinden vermeerdering en vermindering van de geldhoeveelheid praktisch gesproken slechts plaats door mutaties in de kredietverlening door het bankwezen aan het bedrijfsleven of aan de overheid, ter financiering van investeringsbestedingen en budgettaire tekorten. Elke creatie van geld, maar ook elke activering van bestaande liquide reserves, betekent aldus een vraagexcedent, dat wil zeggen een vermeerdering van de vraag boven het niveau dat gerechtvaardigd wordt door de eigen prestaties van de kredietnemer of door het hem door derden in de vorm van lening of belasting overgedragen inkomen. Zo ook betekent elke vernietiging van geld, of elke verhoging van liquide reserves, het ontstaan van een vraagtekort, dat wil zeggen een vermindering van de vraag tot beneden het niveau van de verrichte prestaties. Een dergelijk vraagexcedent, of een dergelijk wegvallen van de vraag, moet – indien niet gecompenseerd door een tijdelijke voorraadschommeling en daarmede tevens een schommeling in de liquiditeitspositie bij derden – leiden tot vermeerdering of vermindering van produktie, en dus van inkomen, al of niet gepaard gaande met prijsverandering, alsmede, in een land als Nederland, tot een toeneming of een vermindering van de invoer.

Het is op deze gedachtengang, waarin is voortgebouwd op de monetaire concepties van Koopmans en Neisser, dat het monetaire model van de Nederlandsche Bank is gebaseerd. [1])

Liquiditeitscreatie en liquiditeitsactivering zijn de monetaire impulsen welker werkzaamheid de voorwaarde vormt voor een vermeerdering van de nationale bestedingen. Deze brengt enerzijds een vermeerdering van het nationale inkomen tot stand, die vergezeld gaat van een toenemen van de behoefte aan kasvoorraden, terwijl zij anderzijds de invoer doet toenemen, waardoor een deel van de gecreëerde of geactiveerde middelen naar het buitenland afvloeit. Naast deze binnenlandse monetaire impulsen moet ook rekening gehouden worden met impulsen die voortkomen uit het verkeer met het buitenland. Deze komen tot uitdrukking in een eventueel bestaand saldo op de lopende rekening van de betalings-

---

[1]) Het model werd voor het eerst beschreven in: M. W. Holtrop, De relatieve verantwoordelijkheid van overheid en centrale bank voor de beheersing van inflatie; De Economist, jaargang 108, 1960, blz. 305. Dit artikel werd in bijgewerkte vorm herdrukt in: Nationale Monetaire Vraagstukken, Monetaire opstellen 2, Agon Elsevier, Amsterdam/Brussel, 1965. Voor een kritische beschouwing over het model van de Bank worde verwezen naar: Prof. dr. F. J. de Jong, De monetaire analyse van De Nederlandsche Bank, in „Tijdschrift voor Documentatie en Voorlichting" van de Nationale Bank van België, XL jaargang, deel I, nrs 4 en 5, april en mei 1965.

balans, een eventuele vermeerderde exportvraag naar binnenlandse goederen en diensten en een eventuele netto invoer of uitvoer van kapitaal.

In algebraïsche symbolen uitgedrukt luidt het model:

$$\Delta Y,\ \Delta M = f(D,\ E), \tag{1}$$

waarin ΔY = de stijging van het nationale inkomen
ΔM = de stijging van de invoer
D = de som der binnenlandse monetaire impulsen, te weten: liquiditeitscreatie (Lcr) en liquiditeitsactivering (Lact), zodat D = Lcr + Lact en
E = de som der externe monetaire impulsen.

Indien de kasquote bij de aanvang van een periode = k en de marginale invoerquote gedurende die periode = m, dan kunnen de relaties tussen de monetaire impulsen D + E en hun gevolgen als volgt worden omschreven:
het inkomenseffect bedraagt

$$\Delta Y = \frac{D+E}{k+m} \tag{2}$$

het invoereffect bedraagt

$$\Delta M = m\Delta Y = \frac{m}{k+m}(D+E) \tag{3}$$

het kashoudingseffect bedraagt

$$\Delta Lm = k\Delta Y = \frac{k}{k+m}(D+E) \tag{4}$$

en het resultaat van impulsen en effecten voor de betalingsbalans bedraagt

$$B = E - m\Delta Y. \tag{5}$$

De laatstgenoemde relatie brengt met zich mede, dat wil het betalingsbalansevenwicht gehandhaafd worden, zodat B = nihil, E gelijk dient te zijn aan $m\Delta Y$. Daaruit valt af te leiden dat ter handhaving van betalingsbalansevenwicht de voorwaarde vervuld moet zijn dat E : D = m : k, dat wil zeggen dat de externe impulsen zich tot de binnenlandse dienen te verhouden als de marginale invoerquote zich verhoudt tot de kasquote.

Voor Nederland volgt hieruit een gewichtige praktische conclusie. Daar immers in ons land gerekend kan worden met een invoerquote in de orde van grootte van 0,50 en een kasquote in de orde van grootte van 0,40, betekent dit dat ter handhaving van be-

talingsbalansevenwicht de buitenlandse en de binnenlandse impulsen zich grosso modo moeten verhouden als 1,25 : 1.

Het geldbegrip dat door de Nederlandsche Bank bij de toepassing van de geschetste beschouwingswijze is gebruikt, was sinds 1951 wat men een „ruim" geldbegrip zou kunnen noemen. Het omvatte niet alleen het geld in engere zin, dat wil zeggen het chartale en girale geld, de zogenaamde „primaire" liquiditeiten, doch ook de termijndeposito's bij het bankwezen en het schatkistpapier en lagere-overheidspapier in handen van het publiek, de zogenaamde „secundaire" liquiditeiten.

De Bank heeft deze ruime gelddefinitie gekozen, omdat zij meende dat niet de geldhoeveelheid uitsluitend in de zin van ruilmiddel het object van de monetaire politiek behoorde te zijn, doch dat dit mede diende te omvatten de als thesaureringsmiddel gebruikte overige vorderingen op de geldscheppende instellingen — dat wil zeggen overheid en bankwezen — die door de houder zonder koersverlies en op korte termijn in geld kunnen worden omgezet. Die inwisseling kan immers niet worden geweigerd. De houder van het schatkistpapier heeft dientengevolge de macht de schuldenaar tot geldcreatie te dwingen. Het was deze ruimere „geld"hoeveelheid waarvan de Korea-hausse van 1950 had geleerd dat zij door de houders, onder omstandigheden, voor besteding zou kunnen worden ingezet en die derhalve een potentiële claim op de deviezenreserves inhield. Het was deze ruimere geldhoeveelheid die representatief geacht kon worden voor wat de economische subjecten zelf als hun liquiditeitsreserve beschouwen en waarvan verwacht kon worden dat zij in een zekere vaste relatie tot grootheden als inkomen en vermogen zou staan.

De destijds door de Bank gekozen definitie van wat onder geld in ruimere zin moest worden verstaan, die gebaseerd was op de Nederlandse institutionele omstandigheden en financiële tradities, is van groot belang geweest voor het formuleren en hanteren van de beleidsnormen. Want de ruime gelddefinitie heeft ook inderdaad de ruimere liquiditeitenmassa tot beleidsobject gemaakt. Plaatsing van schatkistpapier in handen van het publiek werd daardoor evenzeer tot liquiditeitscreatie als plaatsing van schatkistpapier bij het bankwezen. Kredietverstrekking door het bankwezen uit aangetrokken termijndeposito's werd als niet minder liquiditeitsverruimend aangemerkt als kredietverstrekking uit rekeningcourantsaldi.

Intussen kan een zeker arbitair karakter aan welke gelddefinitie men ook kiest, niet ontzegd worden. De keuze wordt noodzakelijkerwijs mede bepaald door institutionele omstandigheden en beschikbaarheid van statistische gegevens. Veel van de Keynesiaanse

kritiek op de monetaristische gedachtenwereld is terug te voeren op de problematiek van een zinvolle gelddefinitie. Hoe enger men het geldbegrip definieert, des te groter wordt uiteraard de factor omloopsnelheid. Ziet men dan die enge geldhoeveelheid, bij voorbeeld als extreem geval uitsluitend de bankbiljettenomloop, als het enige object dat monetair beheerst zou kunnen worden, terwijl daarnaast allerlei geldvorderingen bestaan die naar behoefte in geld kunnen worden omgezet en die de thesaurieringsfunctie van het geld geheel hebben overgenomen, dan komt men gemakkelijk, en niet ten onrechte, tot de conclusie dat de beheersing van die enge geldhoeveelheid zinloos of zelfs onmogelijk is. Immers zullen of wel veranderingen in de niet beheersbare omloopsnelheid elke poging tot beheersing kunnen frustreren, of wel zal de poging tot beheersing schipbreuk lijden, omdat de weigering geldsubstituten in te wisselen tegen geld een financiële crisis zou inluiden.

III. De in Nederland gevoerde monetaire politiek in de jaren 1954–1969

Mijn beschouwing beperkt zich tot de periode 1954–1969, omdat de jaren 1946–1953 gerekend moeten worden tot de periode van wederopbouw waarin het monetaire beleid bepaald is geweest door zo uitzonderlijke omstandigheden, dat daaruit geen conclusies getrokken zouden kunnen worden over de doeltreffendheid van monetaire politiek in normale tijden. De ervaring van de jaren 1951–1952 had overigens wel aangetoond dat een doelbewust economisch en monetair beleid het land, geheel overeenkomstig de in het bankverslag over 1950 gedane voorspelling, uit een toestand van chronisch betalingsbalanstekort kon terugbrengen tot betalingsbalansevenwicht en zelfs overschot. De grondslag voor vertrouwen in de mogelijkheden van de monetaire politiek was daarmede gelegd.

Het gevoerde monetaire beleid stelde zich ten doel bij te dragen tot de gelijktijdige verwezenlijking van een viertal essentiële doeleinden van het economische overheidsbeleid, te weten: prijsstabiliteit, een hoge graad van werkgelegenheid, een bevredigende mate van groei en betalingsbalansevenwicht.

In het kader van die algemene doelstelling – waarvan eerst in de loop van de jaren zou blijken dat die in het gegeven internationale milieu niet verwezenlijkbaar was, zodat één der doeleinden, en wel de prijsstabiliteit, in feite aan de verwezenlijking van de drie andere zou worden opgeofferd – werd als beleidsdoel voor de monetaire politiek gesteld de geldhoeveelheid niet meer te doen stijgen dan in overeenstemming zou zijn met de vermeerderde behoefte aan primaire en secundaire liquiditeiten die het gevolg zou zijn van de stijging van het reële inkomen. Niet die

gehele geldbehoefte – zo werd aanvankelijk gemeend – zou echter gedekt mogen worden uit binnenlandse liquiditeitscreatie. In een deel daarvan diende te worden voorzien uit het betalingsbalansoverschot, omdat als norm diende te worden gesteld dat met de groei van het nationale inkomen ook de goud- en deviezenreserves een vermeerdering dienden te ondergaan. Ook aan die vermeerdering werd destijds een norm gesteld. Uitgaande van de gedachtengang dat de monetaire autoriteiten te allen tijde in staat dienden te zijn de inwisselbaarheid van de gulden in vreemde valuta te waarborgen en van de veronderstelling dat slechts een liquiditeitenmassa ter grootte van 30 % van het nationale inkomen als in feite door het verkeer gebonden kon worden beschouwd, zodat gestreefd diende te worden naar een goud- en deviezenreserve ter grootte van $(k-0{,}30)Y$ [1]), werd de norm voor de binnenlandse geldcreatie aanvankelijk gesteld op 30 % van de verwachte stijging van het reële nationale inkomen. In de jaren 1954–1963 is de gerealiseerde liquiditeitscreatie bij deze norm belangrijk ten achter gebleven. Toen in 1961, bij de toen intredende periode van kredietrestrictie, de deviezenvoorraad de norm van 100 % dekking van de zogenaamde „ongebonden" liquiditeitenmassa ruim overtrof, heeft de Bank de norm voor de binnenlandse liquiditeitscreatie gelijk gesteld aan de veronderstelde marginale liquiditeitsquote (=kasquote), te weten 40 % van $\triangle Y$. Na 1964, toen de liquiditeitsquote beneden de 40 % daalde, werd voor de normbepaling de in het voorafgaande jaar in feite bereikte quote aangehouden.

Met betrekking tot de verdeling van de toelaatbaar geachte binnenlandse liquiditeitscreatie tussen overheid en private sector is de Bank aanvankelijk – met instemming van opeenvolgende Ministers van Financiën – uitgegaan van de gedachte dat de overheid zich in beginsel van zogenaamde inflatoire financiering, d.i. alle financiering die vermeerdering van de liquiditeitenmassa betekende, diende te onthouden. Althans, voor zover deze de baten te boven ging die de Schatkist automatisch toevloeiden uit de kapitaalmarktbeleggingen van de Postcheque- en Girodienst en die aan de lagere overheid toevloeiden uit de in latere jaren formeel toegestane financiering uit geldmarktmiddelen overeenkomstig de zogenaamde kasgeldnorm, alsmede uit de aanwas van de aan de Gemeentegiro van Amsterdam toevertrouwde middelen. Voor het overige werd de toelaatbare inflatoire financiering toegerekend aan de expansie van het actieve bedrijf van de geldscheppende instellingen, dat wil zeggen de handelsbanken en het boerenleenbankwezen. Toen in de jaren zestig de overheid in steeds

[1]) Zie: Jaarverslag Nederlandsche Bank 1956.

grotere financiële spanningen kwam te verkeren en dientengevolge de gestelde norm voor de toelaatbare inflatoire financiering bleek te overschrijden, heeft de Bank, in de loop van de kredietrestrictieperiode 1964–1966, het aan de overheid toe te rekenen aandeel hoger en het aan het bankwezen toe te rekenen aandeel lager gesteld. Daarbij heeft de Bank zich mede laten leiden door het relatieve aandeel van overheid en PCGD enerzijds en bankwezen anderzijds in de stand van de totale liquiditeitsvoorziening per ultimo 1963.

Gesteld moet worden, dat de toedeling van de baten van de toelaatbare inflatoire financiering aan onderscheidenlijk overheid en bedrijfsleven een beleidskwestie is, waarvoor nauwelijks normen met objectieve gelding te vinden zijn. Hoe groter het aandeel in de liquiditeitscreatie dat de overheid doelbewust, of in feite, voor zich opeist, des te meer dient het actieve bedrijf van het bankwezen met anderen dan de overheid in zijn omvang te worden beperkt, wil aan de te stellen norm voor het totaal van de toelaatbare inflatoire financiering worden voldaan.

De verantwoordelijkheid voor het inachtnemen van de aan de liquiditeitscreatie te stellen grenzen berust, voor wat de overheid betreft, uiteraard in de eerste plaats bij de Minister van Financiën. Het is een onderdeel van zijn begrotings- en leningsbeleid dat zijn voortdurende aandacht vereist. Hij voert in die zin bij voortduring een actieve monetaire politiek. De verantwoordelijkheid voor het monetaire gedrag van de lagere overheid moet eveneens aan de centrale overheid worden toegerekend, omdat alleen deze, c.q. de wetgever, de regels kan stellen waaraan de lagere overheid zich in haar financieringsgedrag dient te onderwerpen. Toch heeft op dit gebied ook de Nederlandsche Bank wel eens ingegrepen, door namelijk het bankwezen beperkende voorschriften te geven ter zake van zijn beleggingen in kasgeldleningen aan de lagere overheid.

De verantwoordelijkheid voor het doen inachtnemen van de juiste grenzen van de liquiditeitscreatie door het bankwezen t.b.v. anderen dan de overheid berust bij de Nederlandsche Bank aan welke tot dat doel in de Wet toezicht kredietwezen 1956 – een eerdere wet was van 1952 – zekere bevoegdheden zijn toegekend.

In het algemeen zal het niet nodig zijn dat de Bank van deze bevoegdheden bij voortduring gebruik maakt. Er is geen reden om aan te nemen dat het bankwezen steeds geneigd zou zijn tot een kredietexpansie, c.q. een uitbreiding van het binnenlandse actieve bedrijf, die de norm overtreft. Doet zich die omstandigheid niettemin voor, dan voorziet de wet dat de Bank in overleg treedt met de representatieve organisaties van het bankwezen ter vaststelling van door de banken te volgen gedragslijnen. Alleen voor het geval van gebrek aan overeenstemming, een geval dat zich

nog nimmer heeft voorgedaan, voorziet de wet dat de Bank zelfstandig voorschriften kan geven, die dan echter voorafgaande ministeriële goedkeuring behoeven en vervolgens binnen drie maanden ter bekrachtiging aan het Parlement moeten worden voorgelegd.

Doel van een restrictieve bankpolitiek is uiteraard een beperkende invloed uit te oefenen op de liquiditeitscreatie, dat wil zeggen op de toevoer van additionele financieringsmiddelen aan overheid en bedrijfsleven, ten einde de toeneming van de bestedingen te remmen.

De perioden gedurende welke de Nederlandsche Bank in de jaren 1954–1969 een restrictief beleid heeft gevoerd zijn de volgende geweest:

1. van 7 februari 1956 tot 2 maart 1958
2. van 1 juni 1961 tot 31 december 1962
3. van 1 september 1963 tot 15 maart 1967 [1])
4. van 1 januari 1969 tot heden. [2])

De eerstgenoemde periode onderscheidde zich van de drie latere in zoverre, dat er toen nog geen sprake was van aan de banken opgelegde formele kwantitatieve restricties, doch slechts van toepassing van de traditionele instrumenten van de centrale-bankpolitiek, te weten discontoverhoging en open-marktpolitiek. Daarnevens werd een beroep op het bankwezen gedaan zich bij de kredietverlening te matigen, waarbij de Bank zich intern een norm gesteld had voor het globaal te bereiken resultaat.

De tweede restrictieperiode was de eerste waarin uitvoering werd gegeven aan de regelingen die laatstelijk in 1960 en al eerder in 1954 met het bankwezen nopens de toepassing van eventuele kredietrestricties waren overeengekomen. Normen werden vastgesteld voor de toelaatbare kredietexpansie ten opzichte van een voorafgaande referentieperiode. Sancties werden vastgesteld voor het geval van niet-naleving van de norm, en wel in de vorm van een verplichting tot het aanhouden van renteloze deposito's bij de Bank tot het bedrag van de voor ieder der deelnemende banken vastgestelde overschrijding der gestelde limieten. De sanctie voor de individuele banken kwam te vervallen zodra de collectiviteit der banken aan de norm voldeed.

In de volgende restrictieperioden werden in wezen dezelfde regels gevolgd, met dien verstande dat maatregelen werden genomen om ook de kredietverlening op middellange termijn, die oorspronkelijk niet formeel onder de restricties viel, daarin ten volle te betrekken.

---

[1]) Datum opheffing deposito-verplichting als einddatum beschouwd; formele beëindiging was op 10 juni 1967.

[2]) Nog van toepassing bij laatste revisie, einde april 1971.

De restrictieperioden werden in het algemeen gekenmerkt door tijdelijke of vrijwel duurzame overschrijdingen van de gestelde norm en toepassing van sancties. De gemiddelde overschrijding gedurende de langdurige derde restrictieperiode beliep 2,6 % van de omvang van de kredietgeving in de basisperiode. Er mag in die normoverschrijding geen falen van de restrictie worden gezien. De norm was immers in het algemeen eng gesteld: zij impliceerde – uitgaande van bepaalde, helaas niet altijd verwezenlijkte, veronderstellingen over het monetaire gedrag van de overheid – dat de expansie van kredietgeving en overig actief bedrijf van het bankwezen slechts mocht voorzien in de liquiditeitsbehoefte die voortkwam uit de reële groei, niet in die welke werd veroorzaakt door stijging van lonen en prijzen. De Bank wist dat aan die norm bezwaarlijk geheel zou kunnen worden voldaan, doch rekende er op dat de sancties zouden helpen de overschrijding beperkt te houden. Dit is inderdaad geschied. Bovendien noopten de sancties het bankwezen tot het vrijmaken van middelen uit het overige bedrijf. De restrictieperioden worden daardoor in het algemeen gekenmerkt door een verminderend aanbod door het bankwezen van middelen op de kapitaalmarkt en een toeneming van de op lange termijn aangetrokken middelen, alsmede van de toevertrouwde spaargelden, welke geen deel uitmaken van de liquiditeitenmassa. Het is in het bijzonder dit overige „lange bedrijf" der banken dat heeft bijgedragen tot de vermindering van de totale liquiditeitscreatie ten behoeve van de private sector die, zoals hierna nog zal blijken, een kenmerk is geweest van de perioden van kredietrestrictie.

IV. Statistische verificatie van model en beleid

De vraag die ik thans onder het oog zou willen zien is, of uit de feitelijke ontwikkeling in de jaren 1954–1969 conclusies getrokken kunnen worden: *primo*, ten aanzien van de juistheid van de uitgangspunten van de monetaire politiek en *secundo*, ten aanzien van de doeltreffendheid harer toepassing.

Meer in het bijzonder wil ik trachten een antwoord te geven op de volgende vragen:

(1) Kan de basishypothese van het monetaire model van de Nederlandsche Bank, dat de binnen- en buitenlandse monetaire impulsen in relevante mate bepalend zijn voor de omvang van de veranderingen in het nominale nationale inkomen en in de invoer van goederen en diensten, statistisch worden geverifieerd?

(2) Welke zijn de karakteristieke verschillen geweest tussen de perioden zonder en met een restrictief beleid?

(3) Waren de perioden, waarin een restrictieve monetaire politiek werd gevoerd, goed gekozen?

(4) Kan uit het beschikbare statistische materiaal worden vastgesteld of het monetaire beleid aan zijn doel heeft beantwoord, dat wil zeggen invloed heeft gehad op de omvang van de bestedingen?

Het statistische materiaal waarop het onderzoek is gebaseerd bestaat uit jaarcijfers betreffende het beloop van een aantal macroeconomische grootheden, ontleend aan het jaarverslag van de Nederlandsche Bank over 1969 en aan het Centraal Economisch Plan over 1970. Kwartaalcijfers voor die grootheden, gecorrigeerd voor seizoenbeweging, zijn helaas nog niet beschikbaar. Dientengevolge staan niet meer dan 16 waarnemingen per grootheid ter beschikking, hetgeen onvermijdelijk beperkingen met zich brengt met betrekking tot de significantie van conclusies.

Het materiaal is aan de volgende bewerkingen onderworpen.

In de eerste plaats is onder supervisie van Dr. W. F. Duisenberg toenmaals adviseur van de Directie der Nederlandsche Bank, door regressie-analyse de samenhang getoetst welke in de jaren 1954–1969 heeft bestaan tussen de waargenomen, meetbare monetaire impulsen, te weten de binnenlandse liquiditeitscreatie en de uit het verkeer met het buitenland voortkomende impulsen, alle berekend volgens de monetaire analyse van de Nederlandsche Bank, en de veronderstelde effecten van die impulsen, te weten de stijging van het nationale inkomen en de toeneming van de invoer.

In de tweede plaats is van een aantal grootheden vastgesteld hoe zij zich in de periode 1954–1969 gemiddeld hebben gedragen gedurende het achttal jaren zonder en het achttal jaren met een restrictieve bankpolitiek. Vergelijking van de resultaten leidt tot verschillen die statistisch in het algemeen als significant kunnen worden beschouwd en die karakteristieke kenmerken van de perioden zonder en met restrictie aan de dag doen treden. Van dezelfde grootheden is tevens vastgesteld hoe zij zich hebben gedragen in het laatste jaar vóór, het eerste jaar van, het laatste jaar van en het eerste jaar na perioden van kredietrestrictie. Door het geringe aantal waarnemingen voor elk van die groepen van jaren is de statistische significantie der uitkomsten meestal gering. Ik ben van mening dat er toch wel voorzichtige, indicatieve conclusies uit mogen worden getrokken.

De resultaten van het onderzoek zijn vervat in een tabel, opgenomen als bijlage III. De berekeningen werden uitgevoerd door de Studiedienst van de Nederlandsche Bank.

In verband met het feit dat alleen jaarcijfers gebruikt konden worden en de perioden van een restrictieve bankpolitiek zich niet altijd over gehele kalenderjaren hebben uitgestrekt, was het nood-

zakelijk enige afrondingen toe te passen. Om die reden zijn als restrictiejaren beschouwd de kalenderjaren 1956/1957, 1961/1962, 1964/1966 en het eindjaar van het onderzoek: 1969. [1])

A. *Uitkomsten der regressie-analyse*

Getracht is het verband vast te stellen tussen enerzijds de binnenlandse liquiditeitscreatie (Lcr) en de externe monetaire impulsen (E) en anderzijds de volgens het monetaire model van de Bank daarvan afhankelijke variabelen, te weten de veranderingen in het nominale nationale inkomen ($\triangle$Yn) en de veranderingen in de invoer van goederen en diensten ($\triangle$M). Geschat zijn derhalve de relaties:

$$\triangle Yn,\ \triangle M = f\,(Lcr,\ E) \tag{6}$$

Bovendien is nagegaan hoe in de periode van onderzoek de samenstellende componenten van de veranderingen in het nominale nationale inkomen, te weten de veranderingen in het reële inkomen ($\triangle$Yr) en die in het prijsniveau daarvan ($\triangle$Py), zich hebben verhouden tot de waargenomen monetaire impulsen. Eveneens geschat zijn derhalve de relaties:

$$\triangle Yr,\ \triangle Py = f\,(Lcr,\ E). \tag{7}$$

De grootheden $\triangle$Yr, $\triangle$Py en $\triangle$M zijn uitgedrukt als percentsgewijze veranderingen ten opzichte van het berekende niveau van Yn per het einde van het voorafgaande jaar; de grootheden Lcr en E zijn uitgedrukt als percentages van de liquiditeitenmassa op dat zelfde tijdstip. De liquiditeitsactivering (Lact) als impuls kon niet in het onderzoek betrokken worden, omdat het verschijnsel niet zelfstandig, dat wil zeggen zonder Yn daarin te betrekken, meetbaar is.

De analyse gaf de volgende resultaten:

1. $\triangle$Yn	= 0,32	Lcr + 0,43	E + 2,50	
	(0,10)	(0,08)		R = 0,83
2. $\triangle$M	= 0,24	Lcr + 0,39	E − 2,00	
	(0,11)	(0,09)		R = 0,71
3. $\triangle$Yn + $\triangle$M =	0,56	Lcr + 0,82	E + 0,50	
	(0,16)	(0,13)		R = 0,87
4. $\triangle$Yr	= 0,08	Lcr + 0,30	E + 0,60	
	(0,06)	(0,05)		R = 0,84
5. $\triangle$Py	= 0,23	Lcr + 0,12	E + 1,91	
	(0,07)	(0,06)		R = 0,71

(De tussen haakjes geplaatste cijfers vertegenwoordigen de standaarddeviatie van de regressiecoëfficienten; R = correlatiecoëfficient.)

[1]) Dientengevolge werden 14,5 maand van de 192 maanden waarop het onderzoek betrekking heeft ingedeeld in een periode tot welke zij in feite niet behoren.

Deze uitkomsten geven aanleiding tot de volgende conclusies en opmerkingen:

(1) Het verkregen resultaat bevestigt een hoge graad van correlatie tussen de monetaire impulsen enerzijds en de som der veranderingen in nominaal nationaal inkomen en invoer van goederen en diensten anderzijds. Zij verklaart rond 75 % van het verband tussen de beide groepen van verschijnselen. Dit is te meer bevredigend, omdat de factor liquiditeitsactivering buiten beschouwing moest blijven.

(2) De analyse geeft geen steun aan de stelling – die van extreem Keynesiaanse zijde wel is uitgesproken – dat veranderingen in de geldhoeveelheid onbelangrijk zouden zijn, omdat zij door tegengestelde veranderingen van de omloopsnelheid zouden worden gecompenseerd.

(3) De gevonden regressiecoëfficienten indiceren dat een grotere invloed op de stijging van het nationale inkomen en van de invoer zou uitgaan van externe dan van binnenlandse monetaire impulsen. Dit resultaat is niet in overeenstemming met de in het monetaire model van de Bank implicite veronderstelling van een gelijke elasticiteit van nationaal inkomen en invoer ten opzichte van interne en externe impulsen. Hoewel het gevonden verschil wellicht geheel of ten dele het gevolg is van toevalligheden, lijkt verder onderzoek op dit punt wenselijk.

(4) De voor de verdeling van de stijging van het nationale inkomen over reële en nominale stijging gevonden coëfficienten wijzen op een geringe positieve samenhang tussen liquiditeitscreatie en reële produktie en een sterke samenhang tussen liquiditeitscreatie en prijsniveau. Voor de externe impulsen geldt juist het tegengestelde. Het monetaire model van de Bank houdt geen expliciete veronderstellingen in over de verdeling van monetaire invloeden tussen reële en nominale effecten. In het kader van de monetaire filosofie van de Bank zal die verdeling vooral afhankelijk zijn van de bezettingsgraad van het bedrijfsleven. In die filosofie is niet bij voorbaat plaats voor een verschil van invloed op deze verdeling tussen binnenlandse en externe impulsen. Het gevonden verschil tussen deze beide is derhalve verrassend en vraagt om nader onderzoek.

(5) Over de in het model van de Bank geïmpliceerde richting van het oorzakelijke verband tussen impulsen en effecten geeft de analyse op zichzelf geen uitsluitsel.

Daarover valt niettemin het volgende op te merken:

(a) Met betrekking tot de groei van het reële nationale inkomen is het plausibel een beïnvloeding van liquiditeitscreatie door inkomensgroei aan te nemen, en wel omdat het beleid er op gericht

zal zijn de liquiditeitscreatie te doen toenemen in relatie tot de reële groei in het binnenland, terwijl tegelijk de reële groei elders er als regel voor zal zorgen dat ook de externe impulsen toenemen.

(b) Het is niet plausibel te veronderstellen dat de stijging van prijsniveau en importen de oorzaak zou kunnen zijn van de stijging van export en daarmede van de externe impuls. Daarentegen is de tegenovergestelde relatie wel plausibel.

(c) Er resteert de vraag of het plausibel is te veronderstellen dat de stijging van het prijsniveau en van de invoer de oorzaak zou kunnen zijn van de toeneming van de liquiditeitscreatie. In het algemeen moet het antwoord op deze vraag ontkennend luiden. Weliswaar lijkt in sommige gevallen de oorzakelijke samenhang in de genoemde richting te verlopen. [1]) Indien bepaalde enge grenzen worden overschreden bestaat deze mogelijkheid echter alleen indien het monetaire beleid zich daar doelbewust bij aanpast. In dat geval dient dan echter erkend te worden dat wel degelijk de autonome, namelijk door het beleid toegelaten of zelfs bevorderde, stijging van Lcr de voorwaarde is voor de realisatie van de stijging van nationaal inkomen en invoer.

B. *Uitkomsten der vergelijking van perioden zonder en met een restrictief bankbeleid*

De vergelijking van het gedrag van een aantal macro-economische grootheden respectievelijk in en buiten de jaren van een restrictieve monetaire politiek van de Bank omvat twee groepen van gegevens. In de eerste plaats een groep die inzicht geeft in de mate waarin, gedurende die twee perioden, de hoofddoeleinden van het economische beleid werden verwezenlijkt, te weten prijsstabiliteit, een bevredigende groei, een hoge graad van werkgelegenheid en betalingsbalansevenwicht. In de tweede plaats wordt aandacht geschonken aan het gedrag van die factoren, waarvan de beweging

[1]) Als voorbeeld van „veroorzaking" van binnenlandse liquiditeitscreatie door vermeerdering van invoer zij genoemd de politiek van compensatie van het liquiditeitsverlies uit hoofde van betalingsbalanstekort door additionele geldcreatie, zoals die in Engeland geschiedt door de behandeling van de verkoop van deviezen door het Egalisatiefonds als dekkingsmiddel voor budgettaire uitgaven. Het is echter duidelijk dat hier in feite sprake is van een stuk autonoom compenserend monetair beleid. Als voorbeeld van liquiditeitscreatie „veroorzaakt" door prijsstijging kan genoemd worden een bovennormale kredietexpansie, ter financiering van vermeerderde behoefte aan bedrijfskapitaal uit hoofde van loonstijging. Ook hier is van een echt causaal verband geen sprake, tenzij men uitgaat van de hypothese van een zich automatisch aan een stijgende kredietbehoefte aanpassende geldcreatie. Indien het monetaire beleid de boven het groeitempo van de reële produktie uitgaande kredietexpansie niet toelaat, zal — aangenomen dat fluctuaties in de omloopsnelheid inderdaad te verwaarlozen zijn — de loonstijging geen stijging van het nationale inkomen impliceren, doch een daling van de ondernemerswinst met zich brengen.

hetzij als monetaire impulsen, hetzij als bestedingsimpulsen in Keynesiaanse zin, zou kunnen strekken tot verklaring van het gedrag der andere genoemde variabelen.

Wat de verwezenlijking van de beleidsdoeleinden betreft leert de vergelijking, dat de restrictieperioden zich van de niet-restrictieperioden niet onderscheiden in het tempo van de nominale groei van het nationale inkomen (Bijlage III, regel 1), dat geen significant verschil vertoont – te weten 9,6 % per jaar in de perioden zonder en 9,3 % in de perioden met restrictie – doch dat de verdeling van die groei over de reële en de nominale component ervan (Bijlage III, regels 3 en 2) wel significante verschillen vertoont. De reële groei is in de restrictieperioden ongeveer een derde kleiner, te weten 3,8 % tegenover 5,7 % in de perioden zonder restrictie, de stijging van de prijscomponent ongeveer 40 % groter, te weten 5,3 % tegenover 3,7 %. De vergelijking tussen de jaren vóór, van en na de restrictieperioden indiceert dat de maximale stijging van de reële groei bereikt wordt vóór het intreden van de restricties, het dieptepunt in het laatste restrictiejaar. De maximale stijging van het prijsniveau ligt in het eerste restrictiejaar, de geringste stijging in het eerste jaar na beëindiging.

De stijging van de prijscomponent van het nationale inkomen, die in de stijging van het prijspeil van de particuliere consumptie (Bijlage III, regel 18) op een iets lager niveau weerspiegeld wordt – te weten 2,7 % in de periode zonder, tegenover 4,5 % in de periode met restrictie – gaat gepaard met een gelijkgerichte beweging van de lonen. De loonsom per werknemer (Bijlage III, regel 17) neemt in de perioden van kredietrestrictie gemiddeld met bijna 40 % meer toe dan in de periode van ontspanning, te weten 10,0 % vs 7,3 %. De stijging blijkt in het algemeen haar hoogtepunt te bereiken in het eerste restrictiejaar. En daar de toeneming van de arbeidsproduktiviteit veeleer een anticyclische beweging vertoont, zien wij de arbeidskosten per eenheid produkt (Bijlage III, regel 36) in de restrictieperioden meer dan tweemaal zo veel toenemen als daarbuiten, te weten 6,1 % vs 2,6 %. Ten gevolge van de dalende arbeidsproduktiviteit (Bijlage III, regel 35) gedurende de periode van cyclische spanning bereikt de kostenstijging haar piek pas in het laatste restrictiejaar.

Het gevolg van de geschetste loonbeweging is dat de arbeidsinkomensquote van bedrijven (Bijlage III, regel 37), dat is het deel van het bruto bedrijfsinkomen dat aan de factor arbeid ten deel valt, in de restrictieperioden een stijging vertoont, in de ontspanningsperioden daarentegen een, overigens geringere, daling. Het aandeel van het ondernemersinkomen ondergaat uiteraard een tegengestelde beweging.

De werkgelegenheid, gemeten aan de geregistreerde arbeidsreserve (Bijlage III, regel 38), blijkt het grootst gedurende de perioden van restrictie. De arbeidsreserve is gedurende die jaren het geringst; zij bereikt haar top in het eerste jaar na de restrictieperioden.

De betalingsbalans ten slotte geeft zowel op de lopende rekening (Bijlage III, regel 7) als op de totale rekening (Bijlage III, regel 6) een aanmerkelijk gunstiger, zij het ook niet evenwichtiger, resultaat te zien gedurende de perioden zonder restrictie. De restrictiejaren vertoonden gemiddeld een nationaal liquiditeitstekort van 0,6 %, de jaren zonder restrictie een overschot van niet minder dan 6,4 %, uitgedrukt in percenten van de liquiditeitenmassa bij de aanvang van het jaar. Dit grote overschot, dat uiteraard geenszins voldeed aan het beleidsdoel van globaal betalingsbalansevenwicht, was toe te schrijven aan het betalingsbalansresultaat van de eerste tien jaren van de beschouwde periode, in het bijzonder de jaren 1958 t/m 1960. In de laatste zes jaren (1964–1969) was het gemiddelde overschot gering – te weten 0,6 % van Lm – met slechts kleine toe bijdraagt het weer bereiken van een toestand waarin restricties overbodig zijn te bespoedigen.

Samenvattend moet geconstateerd worden dat in het algemeen de perioden van restrictie de perioden zijn, waarin de voornaamste beleidsdoeleinden in mindere mate worden gerealiseerd dan in de perioden zonder restrictie. Dit betekent dat de rechtvaardiging van de restrictie gevonden dient te worden in de veronderstelling, dat zonder restrictie die beleidsdoeleinden in nog mindere mate zouden zijn verwezenlijkt, c.q. in de veronderstelling, dat de restrictie er toe bijdraagt het weer bereiken van een toestand waarin restricties overbodig zijn te bespoedigen.

Inderdaad zijn dit de veronderstellingen, waarvan het monetaire beleid uitgaat. De restrictieperioden blijken duidelijk samen te vallen met de perioden van toenemende conjuncturele overspanning, de perioden zonder restrictie met die van conjuncturele terugslag en herstel. Gegeven de bedoeling van de restrictieve monetaire politiek om bij te dragen tot het verminderen c.q. het beëindigen van de overspanning, meen ik te mogen constateren dat de perioden van restrictief beleid goed gekozen zijn geweest. Dit wordt bevestigd door het feit dat het eerste jaar van kredietrestrictie, behalve in 1964, steeds een jaar is geweest met een reeds verminderende stijging van de reële produktie, steeds een jaar was van versnelde prijsbeweging en, behalve in 1969, een jaar van sterk achteruitgaande betalingsbalans. Daarentegen was het eerste jaar na de restrictie steeds een jaar van zich weer herstellende produktiestijging, tevens, behalve in 1963, van verminderende prijsstijging en altijd van belangrijke betalingsbalansverbetering.

Niettemin is er aanleiding zich teleurgesteld te gevoelen dat het nagestreefde einddoel, te weten het overbodig worden van de restrictie, niet sneller wordt bereikt. De duur der opeenvolgende restrictieperioden heeft respectievelijk 25 maanden, 19 maanden en ruim 30 maanden belopen, de laatste periode duurt na 28 maanden nog immer voort. Wijst dit erop dat de toegepaste therapie onwerkzaam is of wordt ze niet in voldoende mate toegepast? Het beloop van de monetaire impulsen kan op deze vraag wellicht een antwoord verschaffen.

Het verschijnsel dat bij een nadere beschouwing van het beloop der binnenlandse monetaire impulsen (Bijlage III, regels 8 t/m 12 en Bijlage II) het meest naar voren springt is ongetwijfeld hun uitgesproken pro-cyclische gedrag. Op het eerste gezicht lijkt dat gedrag volstrekt in tegenspraak met de eis van een anti-cyclische invloed die aan de monetaire politiek wordt gesteld. Ten onrechte echter: aan de anti-cyclische invloed van het beleid zou zijn voldaan indien de monetaire grootheden *ex post* een non-cyclisch beloop zouden vertonen; het beleid zou er dan kennelijk in zijn geslaagd pro-cyclische tendenties geheel te compenseren. In feite is van een zo groot succes echter geen sprake. De binnenlandse liquiditeitscreatie (Bijlage III, regel 8) blijkt in de perioden van kredietrestrictie gemiddeld bijna 2½ maal zo groot te zijn als in de perioden zonder restrictie. De oorzaak lag voornamelijk in het gedrag van de overheid, die in de jaren zonder restrictie liquiditeiten vernietigde, maar in de jaren met restrictie juist een beroep op geldcreatie deed (Bijlage III, regel 9 en Bijlage II). De liquiditeitsvernietiging in de non-restrictiejaren vond plaats in de jaren 1954/1955 en vooral in 1959/1960. Zij gaf toen echter wel degelijk uitdrukking aan een positief monetair beleid, dat namelijk gericht was op gedeeltelijke neutralisatie van de invloed van sterke buitenlandse impulsen, die tot grote betalingsoverschotten leidden.

Intussen moet worden geconstateerd, dat ook wanneer men de genoemde factor buiten beschouwing laat, het monetaire overheidsbeleid pro-cyclisch is geweest. Dit treedt duidelijk naar voren uit het financieringsgedrag van de overheid vóór, in en na de jaren van restrictie: het beroep op liquiditeitscreatie dat in het eerste jaar van restrictieperioden gemiddeld zeer bescheiden is, bereikt in het laatste jaar daarvan telkens een top. Dit bijzonder teleurstellende resultaat was mede het gevolg van het pro-cyclische gedrag van de lagere overheid.

De liquiditeitscreatie ten behoeve van anderen dan de overheid (Bijlage III, regel 10 en Bijlage II), waartoe niet alleen de korte en middellange kredietverlening aan de private sector behoort, doch ook het saldo van de kapitaalmarktuitzettingen boven het

bedrag der aangetrokken lange middelen, blijkt in de jaren zonder en met restrictie niet significant te verschillen, hetgeen – zoals zojuist werd geconstateerd – een positieve invloed van het monetaire beleid indiceert. Dat het restrictieve beleid van de centrale bank inderdaad een matigende invloed heeft uitgeoefend, blijkt ook uit het feit dat weliswaar het eerste jaar van de restrictieperiode soms juist een top vertoont, maar dat daarna steeds een daling volgt, met veelal reeds in het eerste jaar na beëindiging van de restrictie een herstel.

Dat de restrictieve politiek het bedrijfsleven inderdaad onder spanningen brengt, mag worden afgeleid uit het beloop van de liquiditeitsactivering (Bijlage III, regel 11 en Bijlage II), dat is dus de vermindering c.q. de vergroting van de kasquote. Deze factor vertoont naast een trendmatige daling – van 47 % in 1954 naar 36 % in 1969 – ook conjuncturele invloeden. Er blijkt een significant verschil te bestaan tussen de perioden zonder restrictie, waarin de liquiditeitsactivering bij de trend ten achter blijft en de perioden met restrictie, waarin zij op de trend vooruitloopt. Incidenteel hebben zich scherpe afwijkingen van de trend voorgedaan, zoals sterke liquiditeitsactiveringen in 1956 en 1964, met daartegenover een sterke desactivering – dat is dus oppotting van liquiditeiten – in 1958. [1])

Het pro-cyclische beloop van de liquiditeitsactivering is een omstandigheid die op zichzelf het monetaire beleid frustreert, omdat immers additionele koopkracht beschikbaar wordt gemaakt waarvan het beleid juist tracht te verhinderen dat die door creatie ontstaat. De factor is kwantitatief van grote betekenis. De gemiddeld in de restrictiejaren uit liquiditeitsactivering vrijgemaakte koopkracht blijkt in dezelfde orde van grootte te liggen als de totale liquiditeitscreatie ten behoeve van de private sector, te weten 3,4 % van Lm voor de activering tegen 3,8 % van Lm voor de creatie. Terwijl in de reeks eerste jaren van kredietrestrictie de liquiditeitscreatie ten behoeve van de private sector ongeveer even groot blijkt te zijn als in de reeks van de daaraan voorafgaande jaren, blijkt de liquiditeitsactivering in die reeks eerste restrictiejaren die van de daaraan voorafgaande jaren ver te overtreffen: 5,2 % van Lm, resp. 2,1 % van Lm. Aldus draagt de liquiditeitsactivering aanmerkelijk bij tot vertraging van de werkzaamheid van een aangevangen kredietrestrictie. Niettemin is de Nederlandsche Bank de vermindering van de kasquote allengs gaan beschouwen als een indicatie van de doeltreffendheid van haar beleid, namelijk als een maatstaf voor de mede door het beleid opgeroepen

[1]) Liquiditeitsactivering in 1956 11,8 % van Lm, in 1964 7,1 %, in 1958 –11,4 %.

spanning tussen de vraag naar financieringsmiddelen en de beschikbaarheid daarvan.

Het is die spanning die aanleiding geeft tot een van de treffendste karakteristieken van de restrictieperioden: de stijging van de rentestand (Bijlage III, regels 21 t/m 23). Bankdisconto, geldmarktrente en kapitaalmarktrente geven grote en zeer significante verschillen te zien tussen de jaren zonder restrictie, waarin zij een daling vertonen en de jaren met restrictie, waarin zij krachtig stijgen. De jaar-tot-jaar gegevens indiceren dat die stijging aanvangt in het eerste jaar van restrictief beleid, zich voortzet tot het einde van de restrictieperiode en pas in het jaar daarna overgaat in een daling.

De gecombineerde werking van het pro-cyclische beloop van binnenlandse liquiditeitscreatie en liquiditeitsactivering heeft voor de jaren 1954–1969 met zich gebracht dat het totaal der binnenlandse monetaire impulsen (Bijlage III, regel 12 en Bijlage II) gedurende de restrictieperioden gemiddeld zeer veel sterker is geweest dan in die van ontspanning. Bemeten in procenten van de liquiditeitenmassa aan het begin van het jaar vinden wij impulsen van 3,3 % in de perioden zonder en van 9,7 % in de perioden met restrictie. Dit grote verschil is overigens geheel te verklaren uit de grote schommelingen in het binnenlandse beleid gedurende de jaren 1954–1964, met de zich in die jaren manifesterende afwisselende perioden van binnenlandse deflatie en inflatie. In de laatste vijf jaar (1965–1969), waarin bij voortduring een matig inflatoir binnenlands monetair beleid is gevoerd – met een niveau van binnenlandse impulsen van 9,4 % van Lm – waren de verschillen tussen restrictie- en niet-restrictieperioden gering.

Het beloop van de externe impulsen (Bijlage III, regel 13) welke vooral in de jaren zonder restrictie uitzonderlijk krachtig waren, bood voor de pro-cyclische beweging van de binnenlandse monetaire invloeden een zekere compensatie. Bemeten in procenten van de liquiditeitenmassa vinden wij onderscheidenlijk percentages van 14,9 en 10,9. Het verschil werd niet veroorzaakt door verminderde wereldexportvraag in de perioden van restrictie, maar wel door verminderd Nederlands exportaanbod, gevolg van de overspanning van de binnenlandse vraag. Wij herkennen hier het zogenaamde „Zijlstra-effect".

Samenvattend was het totaal der monetaire impulsen (Bijlage III, regel 14) gedurende de jaren 1954–1969 bijna onafgebroken bijzonder hoog, zonder significante verschillen tussen de jaren met en zonder een restrictief binnenlands beleid. Wij vinden grootheden van 18 % van Lm voor de perioden zonder en meer dan 20 % voor de perioden met restrictie.

Een kort woord zij gewijd aan het gedrag van de achter het financieringsgedrag van overheid en bedrijfsleven liggende bestedingsimpulsen in Keynesiaanse zin, dat wil dus zeggen de vermeerdering of vermindering van het bestedingsvolume in vergelijking met een voorafgaande periode.

De toeneming van de bruto-investeringen van bedrijven in outillage (Bijlage III, regel 26) vertoont een pro-cyclisch patroon, dat echter niet significant is. De investeringen in bedrijfsgebouwen (Bijlage III, regel 27) en de zogenaamde rest-investeringen (Bijlage III, regel 29), overwegend bestaande uit transportmiddelen, verlopen daarentegen uitgesproken anti-cyclisch. Het gecombineerde resultaat voor de totale bruto-investeringen van bedrijven in vaste activa, excl. woningen (Bijlage III, regel 30) is verrassenderwijs in lichte mate anti-cyclisch. Laat men het recessiejaar 1958 buiten beschouwing, dan is er zelfs sprake van een uitgesproken anti-cyclisch gedrag, dat evenwel geheel valt toe te schrijven aan de jaren vóór 1960. De periode 1960–1969 vertoont geen cyclische verschillen.

De toeneming van de bruto-investeringen van de overheid (Bijlage III, regel 31) lijkt zich pro-cyclisch te gedragen, doch de verschillen zijn niet significant en voor de jaren 1954–1959 tegengesteld aan die van de jaren 1960–1969, te weten pro-cyclisch in de eerstgenoemde en anti-cyclisch in de laatstgenoemde periode.

Een uitermate pro-cyclisch beloop, met significante verschillen tussen de perioden zonder en met restrictie, vertonen de investeringen in de woningbouw (Bijlage III, regel 28), met gemiddeld 9,5 % stijging in de restrictieperioden en slechts 2,4 % daarbuiten. Men kan eigenlijk wel zeggen, dat de conjuncturele overspanningen van 1956 en 1964 voornamelijk zijn te verklaren — en thans in Keynesiaanse en niet in monetaristische zin — uit de disproportionele stijging, te weten met respectievelijk 22 % en 34 %, van de woningbouw. [1]) Uiteraard moet in deze de overheid als de verantwoordelijke instantie worden aangemerkt. Combineert men de bruto-investeringen in vaste activa van de overheid met die in de woningbouw (Bijlage III, regel 32), dan vindt men voor het totaal dier investeringen een duidelijk pro-cyclisch beloop, dat echter bij nadere analyse vooral blijkt te berusten op de ervaringen in de jaren 1954–1958.

Tot een pro-cyclisch bestedingsgedrag van de overheid valt ook te concluderen uit de toeneming van de totale overheidsuitgaven in procenten van het nationale inkomen (Bijlage III, regel 39). Het betreft hier niet alleen de uitgaven voor investeringen, maar

---

[1]) Centraal Economisch Plan 1970, bijlage C 3b, blz. 210/211.

mede die voor andere doeleinden, inclusief de inkomens- en vermogensoverdrachten, doch exclusief verleende kredieten. In de restrictiejaren steeg het overheidsbeslag op het nationale inkomen met gemiddeld 0,5 % per jaar. In de jaren zonder restrictie vertoonde het een geringe daling.

Geconcludeerd moet worden, dat het beloop van de investeringen in vaste activa van overheid en bedrijfsleven nauwelijks een verklaring kan bieden voor de verschillen tussen de perioden met en zonder kredietrestrictieve maatregelen. Alleen de investeringen in de woningbouw, die gemiddeld ongeveer 19 % van het totaal der investeringen hebben uitgemaakt, vertonen een duidelijk pro-cyclisch beloop. Hetzelfde geldt voor het totaal der overheidsuitgaven.

In Bijlage III worden ten slotte ook nog enige gegevens vermeld over het financieringsgedrag van overheid en bedrijfsleven in de perioden zonder en met kredietrestrictie (Bijlage III, regels 40 t/m 45). Het blijkt daaruit, dat het financieringstekort van de totale overheid in de perioden met restrictie niet significant groter is dan in de perioden zonder restrictie. Daarentegen is het financieringstekort van de bedrijven belangrijk groter, te weten 6 % van Y i.p.v. 3,6 %. Daar, zoals hiervoor bleek, dit grotere tekort niet wordt veroorzaakt door een groter volume der investeringen in vaste activa, moet het verklaard worden uit andere oorzaken, te weten prijsstijging van de investeringen in vaste activa, grotere investeringen in voorraden en achteruitgang van de ondernemersinkomensquote.

Een opvallend verschil vertonen overheid en bedrijfsleven met betrekking tot hun beroep op de kapitaalmarkt. Terwijl het totale beroep op de kapitaalmarkt in de perioden met en zonder restrictie gemiddeld gelijk is, te weten 9,7 % van Y, blijkt het beroep van de overheid in de restrictieperioden gemiddeld 1,3 % Y kleiner, dat van het bedrijfsleven daarentegen 1,3 % Y groter te zijn geweest. Nadere analyse doet blijken, dat dit verschil geheel bepaald wordt door de ervaring van de jaren 1954–1962, dat mede de jaren omvat van het uit monetaire overwegingen gedane extra-beroep van de overheid op de kapitaalmarkt ter compensatie van de sterke buitenlandse monetaire impulsen. In de jaren 1963–1969 kwamen de genoemde verschillen niet meer voor.

V. Conclusies met betrekking tot de doeltreffendheid van de monetaire politiek

Indien men zich op grond van de ervaring in de jaren 1954–1969 afvraagt of de monetaire politiek in die periode doeltreffend is geweest, of althans blijk heeft gegeven van het vermogen doeltreffend te kunnen zijn, kan het aanvankelijke oordeel niet anders

dan gereserveerd uitvallen. Het is waar dat sommige beleidsdoeleinden, zoals groei en werkgelegenheid, zeer bevredigend werden gerealiseerd, maar het is onzeker of, en zo ja in welke mate, de monetaire politiek daartoe heeft bijgedragen. Andere beleidsdoeleinden daarentegen, en wel juist die, tot welker verwezenlijking het monetaire beleid naar verwachting het meest zou hebben kunnen bijdragen, verging het minder goed: de betalingsbalans was in de jaren 1954–1960 meestentijds zeer onevenwichtig en gaf ook in de jaren 1964–1969 onbevredigende uitkomsten te zien; van prijsstabiliteit was in de periode van onderzoek eerst recht geen sprake.

Als het wezenlijke beleidsmiddel van de monetaire politiek leerden wij de beheersing van de binnenlandse liquiditeitscreatie kennen. Daarnaast waren twee andere monetaire invloeden werkzaam, die door het beleid niet of nauwelijks kunnen worden beïnvloed, te weten de liquiditeitsactivering en de monetaire impulsen voortkomende uit het verkeer met het buitenland. Vastgesteld werd dat er een functioneel verband bestaat tussen enerzijds de omvang van binnenlandse liquiditeitscreatie en externe monetaire impulsen en anderzijds de mutaties in de omvang van twee grootheden die beleidsobject zijn, te weten de groei van het nationale inkomen en de stijging van de invoer die op haar beurt het saldo van de betalingsbalans mede bepaalt.

Indien de liquiditeitscreatie een in redelijke mate autonome, door het monetaire beleid beheersbare grootheid blijkt te zijn en tevens vaststaat dat de mutaties in die grootheid niet, of althans niet stelselmatig, worden gecompenseerd door veranderingen in de liquiditeitsactivering, volgt uit dit functionele verband dat de monetaire politiek inderdaad het vermogen heeft invloed uit te oefenen op de genoemde beleidsdoeleinden. De erkenning dat zodanige autonome invloed aanwezig is bij monetair wanbeleid, zoals apert overmatige financiering van bestedingen door geldcreatie, is uiteraard een van de oudste verworvenheden van de economische theorie. Waar het thans om gaat, is de vraag of van zodanige invloed ook zinvol kan worden gesproken met betrekking tot matige veranderingen in de genoemde grootheden, zoals die zich voordoen binnen het raam van de conjunctuurbeweging en bij de trendmatige ontwikkeling op middellange en lange termijn.

Met betrekking tot de potentiële en feitelijke invloed van de monetaire politiek op het conjunctuurverloop geven de Nederlandse ervaringen van de jaren 1954–1969 wel enige positieve indicaties, maar niettemin een onvoldoende basis voor een definitieve conclusie.

De liquiditeitscreatie ten behoeve van anderen dan de overheid vertoont onmiskenbaar een ontwikkelingspatroon dat wijst op een anti-cyclische invloed van het restrictieve beleid van de Neder-

landsche Bank. Maar het gunstige effect daarvan blijkt telkens te zijn beperkt door een pro-cyclisch financieringsgedrag van de overheid, in het bijzonder in de loop van de perioden van restrictie. Ik zie hierin een indicatie van ondoeltreffendheid van het in feite gevoerde beleid, niet een intrinsiek onvermogen van de monetaire politiek om meer doeltreffend te zijn.

Ernstiger is, dat vooral in de aanvang van de restrictieperioden, de gunstige invloed van het restrictieve beleid herhaaldelijk blijkt te worden doorkruist door een pro-cyclisch beloop van de liquiditeitsactivering. Het beleid kan deze reactie niet verhinderen, noch ook compenseren. De elasticiteit van de liquiditeitsactivering blijkt echter beperkt; in de latere jaren van restrictieperioden gaat de omvang ervan het trendmatige beloop slechts in twee van de vier jaren – en dan nog maar weinig – te boven. [1])

De reactie van de liquiditeitsactivering op het in werking stellen van kredietrestricties, dan wel op de aan de dag tredende conjuncturele spanningen in het algemeen, betekent op zijn minst een belangrijke vertraging in de doeltreffendheid van het monetaire beleid als middel tot conjunctuurbeheersing.

Of de met het restrictieve beleid samengaande renteverhoging, die zonder twijfel de liquiditeitsactivering stimuleert, op zich zelf belangrijk bijdraagt tot het remmen van de kredietexpansie is onzeker. Vermoedelijk speelt de rentestijging, als kostenfactor, pas in een wat later stadium van de conjunctuur een rol. Evenmin is uit het beschikbare cijfermateriaal aantoonbaar of in het tweede en in de latere jaren van de restrictieperioden de monetaire politiek, door beperking van het aanbod van financieringsmiddelen, er in feite toe bijdraagt de overbesteding in toom te houden en haar einde naderbij te brengen. Het restrictieve beleid wordt weliswaar ten slotte steeds gevolgd door een conjuncturele ontspanning, maar het tijdsverloop tussen begin der restricties en intreden van de ontspanning is aanzienlijk. Bovendien zijn er in de conjuncturele hausse ook andere krachten werkzaam, zoals de stijging van de arbeidskosten per eenheid produkt en de daarmee samenhangende verschuiving tussen ondernemersinkomen en arbeidsinkomen en de stijging van de rente, die op den duur tot vermindering van investeringen moeten leiden. Persoonlijk ben ik van mening dat zonder restrictieve kredietpolitiek de kredietexpansie wel degelijk groter zou zijn geweest en de herziening van de bestedingsdisposities eerst op een later tijdstip zou hebben plaats gevonden. Indien die mening juist is, mag worden vastgesteld dat de monetaire politiek weliswaar

[1]) Trendmatig beloop 1954–1969 2 % van Lm per jaar; feitelijk beloop in tweede en latere restrictiejaren: 1957 –0,3 %, 1962 1,1 %, 1965 2,6 %, 1967 2,7 %.

niet in staat is de conjunctuur te beheersen, maar dat zij er wel toe kan bijdragen de lengte en de amplitude van de conjunctuurschommeling te beperken.

Dat de monetaire politiek in een wijder kader dan dat van de conjunctuurbeheersing doeltreffend vermag te zijn en dat verschillen in monetair beleid tot verschillende resultaten met betrekking tot de beleidsdoeleinden leiden, vindt, naar mijn mening, in de ervaring van de jaren 1954–1969 ampel bevestiging. Ik wil dit met een drietal voorbeelden aantonen.

Als eerste voorbeeld kan de anti-inflatoire monetaire politiek gelden, die door de Nederlandse overheid werd gevoerd in de jaren 1959–1961. Zij was gericht op bevordering van prijsstabiliteit door het neutraliseren van de inflatoire invloed van buitenlandse monetaire impulsen, en wel door het onttrekken van middelen aan de kapitaalmarkt en het bestemmen daarvan voor geldvernietiging. Aan het autonome karakter van de betreffende beleidsbeslissing kan niet getwijfeld worden. De Minister van Financiën had dit beroep op de kapitaalmarkt ook kunnen nalaten. Het resultaat was een per saldo negatieve binnenlandse liquiditeitscreatie, te weten gemiddeld −2,7 % van Lm in de jaren 1959–1961, een tempering van de prijsstijging, te weten +2,7 % in 1959–1961, te vergelijken met +4,4 % in 1954–1957 en +6,1 % in 1962–1965 [1]) en een overweldigende verbetering van het betalingsbalansresultaat, te weten +7,6 % van Lm in 1959–1961, tegen −1,2 % in 1954–1957 en +0,9 % in 1962–1965.

Men vindt hierin niet alleen een voorbeeld van de doeltreffendheid van monetaire politiek, maar ook een indicatie van haar limitaties: zij kon in de gegeven omstandigheden niet leiden tot méér prijseffect en minder betalingsbalanseffect, al had men dit gaarne gewild. Maar door het betalingsbalanseffect legde zij wel de grondslag voor de revaluatie van 1961, waarvan het duurzame prijseffect moeilijk kan worden bestreden en die er toe leidde dat althans voor een aantal jaren de inflatoire druk van de externe impulsen werd beperkt; het gemiddelde der externe impulsen op lopende rekening beliep immers in de jaren 1959–1960 in termen van Lm 21,2 %, in de jaren 1961–1963 10,8 %.

Een tweede voorbeeld van de invloed van verschil in beleid meen ik te kunnen ontlenen aan een vergelijking van het monetaire gebeuren in de eerste tien jaar en in de laatste zes jaar van de periode van onderzoek.

Die twee perioden worden namelijk gemarkeerd door een grote tegenstelling in de omvang van de gemiddelde binnenlandse liqui-

[1]) Het uitzonderlijke wereldrecessiejaar 1958 is bij deze vergelijking buiten beschouwing gelaten.

diteitscreatie, te weten gemiddeld 1,7 % van Lm in de jaren 1954–1963 en gemiddeld 9,2 % in de jaren 1964–1969. Uiteraard heeft het eerste tiental jaren mede de invloed ondergaan van de zojuist besproken periode van anti-inflatoire overheidspolitiek; een wezenlijk verschil maakt dit echter niet. Ook in het algemeen vormt het jaar 1964 een breuk; in ieder jaar van de tweede periode was de binnenlandse liquiditeitscreatie groter dan in welk jaar ook van de voorafgaande decade. Dat die ruimere geldcreatie beïnvloed zal zijn door de breuk die in 1964 in de loonpolitiek optrad doet aan haar autonome karakter niet af. Het monetaire beleid had ook anders kunnen kiezen. Merkwaardig is, dat de externe monetaire impulsen in die twee perioden niet noemenswaard verschilden: 12,6 % van Lm in 1954/1963 tegen 11,6 % in 1964/1969. Het resultaat was een stijging in de tweede periode van het nominale nationale inkomen met 2,8 % per jaar méér dan in de eerste, waarvan 0,8 % ten goede kwam aan de stijging van het reële inkomen en 1,8 % bestond uit stijging van het prijsniveau, een meerdere stijging van de invoer met 0,9 % in termen van Y en een totaal verdwijnen van het betalingsbalansoverschot op lopende rekening, te weten 3,7 % van Lm in de eerste periode versus nihil in de tweede. [1]) Het ruimere interne monetaire beleid bracht dus ietwat meer reële groei, belangrijk meer prijsstijging en belangrijke achteruitgang van de betalingsbalanspositie.

Voor een derde voorbeeld van een naar mijn mening duidelijke invloed van monetaire politiek, thans meer in het bijzonder op de betalingsbalanspositie van een land, wil ik verwijzen naar mijn bijdrage tot de zogenaamde „Bürgenstock papers", waarin respectievelijk voor de jaren 1959–1963 en 1964–1968 een samenhang wordt aangetoond tussen de omvang van wat ik genoemd heb de „overmaat van liquiditeitscreatie" van een aantal landen, d.i. de binnenlandse liquiditeitscreatie, gecorrigeerd voor de reële groei van het nationale inkomen en voor de trendmatige ontwikkeling

---

[1]) Het gemiddelde beloop der relevante grootheden was als volgt:

	1954–1963	1964–1969
Binnenlandse liquiditeitscreatie in % Lm	1,7 (3,4)	9,2
Liquiditeitsactivering in % Lm	2,4 (1,7)	1,3
Som der binnenlandse impulsen in % Lm	4,1 (5,1)	10,5
Externe monetaire impulsen in % Lm	12,6	11,6
Som van binnenlandse en externe impulsen	16,7	22,1
Toeneming nominale nationale inkomen in %	8,4	11,2
waarvan door prijsstijging	3,8	5,6
waarvan door stijging reëel inkomen	4,5	5,3
Betalingsbalansoverschot op lopende rekening in % Lm	3,7	0,0

De tussen haakjes geplaatste cijfers zijn gemiddelden zonder de jaren 1959 en 1960 mede te rekenen.

van de liquiditeitsquote, en anderzijds de betalingsbalanspositie van die landen. [1]) De in genoemde bijdrage vermelde cijfers luiden als volgt:

	Overmatige liquiditeitscreatie		Nationaal liquiditeitssurplus	
	Jaargemiddelden in % van Lm per einde van het voorafgaande jaar			
	1959–1963	1964–1968	1959–1963	1964–1968
U.S.A.	1,9	4,1	−1,1	−0,7
Verenigd Koninkrijk	3,7	6,0	−0,7	−3,1
Duitse Bondsrepubliek	−0,5	−1,7	4,7	3,7
Frankrijk	1,1	2,8	4,9	0,1
Nederland	−1,8	5,3	5,3	0,2

De negatieve correlatie tussen overmatige liquiditeitscreatie en saldo betalingsbalans springt duidelijk in het oog. De conclusie, dat een monetair beleid dat overmatige liquiditeitscreatie actief begaat, dan wel passief toelaat, tot een ongunstig betalingsbalansresultaat voert, ligt voor de hand.

Het is een feit, dat anti-monetaristen in deze gevallen wel stellen, dat het oorzakelijke verband der verschijnselen in omgekeerde richting kan zijn verlopen en dat men zich wellicht maar verbeeldt dat het monetaire beleid een autonome rol heeft gespeeld. Deze interpretatie kan echter naar mijn mening alleen zinvol zijn voor landen en voor perioden waarin van een actief monetair beleid geen sprake is geweest, doch waarin dit beleid gericht was op een passieve aanpassing van de liquiditeitscreatie aan de veronderstelde „behoeften van het verkeer". Zij is evident in tegenspraak met de ervaringen opgedaan in landen en in tijdsperioden waarin de instrumenten van de monetaire politiek wel degelijk doelbewust zijn gebruikt ter beïnvloeding van de omvang der bestedingen.

De vaststelling „that money matters" en dat de monetaire politiek in belangrijke mate invloed kan uitoefenen op een aantal beleidsdoeleinden, mag intussen niet de ogen doen sluiten voor de beperkingen waaraan het doeltreffend gebruik van dit instrument is onderworpen. Die beperkingen zijn inherent aan de gebrekkige gerichtheid van de monetaire politiek. Deze vermag wel monetaire impulsen te stimuleren of te remmen, maar zij vermag niet het effect van die positieve of negatieve beïnvloeding te richten op juist die variabelen die zij daartoe onder bepaalde omstandigheden

[1]) Zie: „Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates". The Bürgenstock Papers; Edited by George N. Halm, Princeton University Press, 1970, p. 137.

gaarne zou uitverkiezen. Zij kan niet het inkomenseffect van een monetaire impuls toespitsen op het reële inkomen in plaats van op het prijsniveau, noch ook het effect van een monetaire contractie concentreren op de betalingsbalans in plaats van op de binnenlandse inkomensvorming.

Deze omstandigheid legt onvermijdelijke beperkingen op aan de doeltreffendheid van elke monetaire politiek, zelfs wanneer die door een juist samenspel van overheid en centrale bank op de meest ideale wijze wordt gevoerd. De gelijktijdige verwezenlijking van het eerdergenoemde viertal beleidsdoeleinden: prijsstabiliteit, bevredigende groei en werkgelegenheid, alsmede betalingsbalansevenwicht, ligt volstrekt buiten haar vermogen. Integendeel zijn er omstandigheden waarin de bevordering van het ene beleidsdoel de belemmering van het andere met zich zal brengen. Zo kan de monetaire politiek zeer wel gericht worden op bestrijding van betalingsbalanstekort, doch niet zonder tevens te leiden tot een druk op de stijging van het nationale inkomen, die aanvaardbaar zal worden gevonden zolang de nominale component van dit inkomen wordt beïnvloed, maar die op weerstand zal stuiten wanneer de reële component ernstig wordt aangetast. Omgekeerd kan de monetaire politiek dienstbaar worden gemaakt aan de bevordering van groei en werkgelegenheid, doch niet zonder aantasting van de stabiliteit van prijsniveau en betalingsbalansevenwicht. Wij stuiten hier op de dilemma's van de monetaire politiek, waaraan ik te anderer plaatse uitvoerig aandacht heb gewijd. [1])

Indien de genoemde tegenstellingen optreden dient de doeltreffendheid van het beleid te worden beoordeeld op grond van de bijdrage tot het beleidsdoel waaraan in de gegeven constellatie prioriteit wordt toegekend. Mogelijke ongunstige neveneffecten voor andere beleidsdoeleinden dienen dan als onvermijdelijk te worden aanvaard.

Conflicten tussen beleidsdoeleinden zullen zich vooral voordoen indien de kracht der externe monetaire impulsen, waarop het beleid nauwelijks een rechtstreekse invloed kan uitoefenen [2]), niet in de juiste verhouding staat tot de kracht der binnenlandse impulsen. Zijn die externe impulsen verhoudingsgewijs te groot, zoals in de jaren 1954–1969 in Nederland haast bij voortduring het

---

[1]) Zie: Marius W. Holtrop. Monetary policy in an open economy: its objectives, instruments, limitations and dilemmas. In: Essays in International Finance, No. 43 September 1963, Princeton University. Princeton, New Jersey. Eveneens in: Internationale monetaire vraagstukken; Monetaire opstellen 3, Agon Elsevier Amsterdam/Brussel 1967.

[2]) Een van de weinige beschikbare middelen is de beïnvloeding van kapitaalimport en -export door middel van rentestand of deviezenregelingen.

geval is geweest, dan wordt een land bij gegeven vaste wisselpariteiten gedwongen tot de keuze om of wel prioriteit te geven aan betalingsbalansevenwicht, of wel aan prijsstabiliteit. In het eerste geval dienen binnenlandse monetaire impulsen van zodanige omvang te worden getolereerd dat zij, tezamen met de externe impulsen, onherroepelijk leiden tot loon- en prijsinflatie. In het andere geval dient een restrictief intern beleid te worden gevoerd dat noodzakelijkerwijs leidt tot accumulatie van betalingsbalansoverschotten. Daar die overschotten zullen worden beschouwd een nationale bestedingsruimte te indiceren en derhalve aanleiding zullen geven tot het stellen van velerlei bestedingsclaims, is op den duur de keuze ten gunste van het restrictieve beleid politiek onhoudbaar en zal de voorkeur worden gegeven aan het aanvaarden van loon- en prijsinflatie, onder handhaving van betalingsbalansevenwicht, dat wil zeggen *grosso modo* de toestand waarin ons land zich in de jaren 1964–1969 heeft bevonden.

Deze vaststelling leidt tot de conclusie dat, indien de monetaire autoriteiten het streven naar prijsstabiliteit als beleidsdoel wensen te handhaven, zij bij een voortgezette overmatige omvang van de externe monetaire impulsen niet voorbij kunnen gaan aan het enige middel waarmede zij deze rechtstreeks kunnen temperen, te weten een opwaartse flexibiliteit van de wisselpariteit.

Bijlage 1

Betekenis van gebruikte symbolen

B = betalingsbalansoverschot = nationaal liquiditeitsoverschot

c = consumptiequote = deel van Y dat voor consumptie wordt besteed

D = binnenlandse monetaire impulsen = $L_{cr} + L_{act}$

E = externe monetaire impulsen = vermeerdering van de export van Nederlandse goederen en diensten plus netto kapitaalinvoer plus betalingsbalansoverschot op lopende rekening in het voorafgaande jaar.

I = investeringen

k = kasquote, ook genoemd liquiditeitsquote = $\frac{L_m}{Y}$

L_{act} = liquiditeitsactivering = deel van L_m, voor besteding vrijgekomen door verlaging van k

L_{cr} = binnenlandse liquiditeitscreatie = vermeerdering van L_m anders dan door aankoop van buitenlandse betaalmiddelen door het bankwezen

L_m = liquiditeitenmassa = geldhoeveelheid volgens ruime definitie als gebruikt door de Nederlandsche Bank

M = invoer van goederen en diensten

m = invoerquote = deel van Y dat wordt besteed voor aankoop van goederen en diensten in het buitenland

O = overheidsuitgaven

P_y = prijsniveau van Y_r

Y = nationaal inkomen

Y_n = nominaal nationaal inkomen

Y_r = reëel nationaal inkomen

v = omloopsnelheid van het geld = $\frac{1}{k} = \frac{Y}{L_m}$

Bijlage II

Binnenlandse monetaire impulsen

Jaren		Binnenlandse liquiditeitscreatie ten behoeve van de overheid in % Lm in jaren		Overige binnenlandse liquiditeitscreatie in % Lm in jaren		Totale binnenlandse liquiditeitscreatie in % Lm in jaren		Liquiditeits-activering in % Lm in jaren		Som van de binnenlandse monetaire impulsen in % Lm in jaren	
zonder kredietrestrictie	met kredietrestrictie	zonder kredietrestrictie	met kredietrestrictie	zonder kredietrestrictie	met kredietrestrictie	zonder kredietrestrictie	met kredietrestrictie	zonder kredietrestrictie	met kredietrestrictie	zonder kredietrestrictie	met kredietrestrictie
1954		−2,5		4,2		1,7		6,0		7,7	
1955		−1,5		5,0		3,5		2,7		6,2	
	1956		1,1		3,5		4,6		11,8		16,4
	1957		6,0		−0,1		5,9		−0,3		5,6
1958		1,5		−3,6		−2,1		−11,4		−13,5	
1959		−7,0		2,6		−4,4		4,3		−0,1	
1960		−8,1		1,9		−6,2		6,1		−0,1	
	1961		−3,2		5,7		2,5		0,8		3,3
	1962		3,7		2,9		6,6		1,1		7,7
1963		−0,7		5,2		4,5		2,9		7,4	
	1964		2,3		6,8		9,1		7,1		16,2
	1965		2,7		5,3		8,0		2,6		10,6
	1966		5,7		1,3		7,0		2,7		9,7
1967		2,9		7,4		10,3		−2,1		8,2	
1968		4,4		9,3		13,7		−3,5		10,2	
	1969		2,4		4,9		7,3		1,0		8,3
Gemiddelde		−1,4	2,6	4,0	3,8	2,6	6,4	0,6	3,4	3,3	9,7

Bron: De Nederlandsche Bank N.V., Verslag over het boekjaar 1969; Amsterdam, april 1970, Tabel 4.3.

Bijlage III

VERGELIJKING VAN HET GEMIDDELDE BELOOP VAN ENIGE MACRO-ECONOMISCHE GROOTHEDEN

	In jaren zonder een restrictieve monetaire politiek a)b)	In jaren met een restrictieve monetaire politiek	Verschil b)c) (1) - (2)	In het laatste jaar vóór een restrictieve monetaire politiek	In het eerste jaar van een restrictieve monetaire politiek	In het laatste jaar van een restrictieve monetaire politiek	In het eerste jaar na een restrictieve monetaire politiek b)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
I Monetaire grootheden (veranderingen in % in de loop van het jaar)							
1. Toeneming van het nominale nationale inkomen	9,6	9,3	n.s.	10,1	10,4	7,2	8,2
2. Liquiditeitsabsorptie door ΔY uit hoofde van ΔP_y	3,7	5,3	-1,6*	3,9	5,7	4,4	3,7
3. Liquiditeitsabsorptie door ΔY uit hoofde van ΔY_r	5,7	3,8	1,9*	6,0	4,4	2,6	4,3
4. Toeneming van M in % Y	3,7 (5,0)	4,5	n.s.(n.s.)	5,3	5,9	3,0	0,2 (3,0)
5. Marginale importquote	0,2 (0,5)	0,5	-0,3(n.s.)	0,5	0,6	0,5	-0,3 (0,3)
6. Nationaal liquiditeitsoverschot in % L_m	6,4	-0,6	7,0	4,6	-0,7	-0,8	7,7
7. Saldo lopende rekening betalingsbalans in % L_m	5,2	-0,6	5,8*	3,8	-0,2	-1,1	6,0
8. Binnenlandse liquiditeitscreatie in % L_m	2,6	6,4	-3,8	3,9	5,9	6,5	4,2
9. Liquiditeitscreatie ten behoeve van de overheid in % L_m	-1,4	2,6	-4,0*	-1,5	0,7	5,1	1,2
10. Binnenlandse liquiditeitscreatie rest (= 8-9) in % L_m	4,0	3,8	n.s.	5,4	5,2	1,4	3,0
11. Liquiditeitsactivering in % van L_m	0,6	3,4	-2,8	2,1	5,2	1,2	-3,5
12. Som der binnenlandse monetaire impulsen in % L_m	3,3	9,7	-6,4	5,9	11,1	7,7	0,7
13. Som der externe monetaire impulsen in % L_m	14,9	10,9	4,0	16,7	13,6	7,1	8,3
13a. Waarvan uit hoofde van het kapitaalverkeer	1,2	0,2	1,0	0,4	-0,5	0,6	1,5
14. Som der binnenlandse en externe monetaire impulsen in % L_m	18,1	20,6	n.s.	22,6	24,6	14,8	9,0
15. Toeneming van de liquiditeitenmassa in % L_m	9,0	5,8	3,2	8,5	5,2	5,7	11,9
16. Liquiditeitsquote (absoluut)	42,3	38,8	3,5*	41,3	39,3	39,1	40,6
II Nominale grootheden (veranderingen ten opzichte van voorafgaande jaar)							
Toeneming van:							
17. de loonsom per werknemer in bedrijven	7,3	10,0	-2,7*	8,6	10,3	9,2	7,2
18. de prijzen van de particuliere consumptie	2,7	4,5	-1,8*	2,8	4,7	4,5	2,8
19. de prijzen van importgoederen	-1,5	1,6	-3,1*	-0,1	2,0	1,5	-1,6
20. de prijzen van exportgoederen	-0,6	1,1	-1,7*	0,6	1,1	0,8	-0,9
21. het disconto, absolute mutaties	-0,2	0,6	-0,8*	0,0	0,6	0,6	-0,3
22. de geldmarktrente, absolute mutaties	-0,2	0,9	-1,1*	0,2	0,8	1,1	-0,4
23. de kapitaalmarktrente, absolute mutaties	-0,1	0,5	-0,6*	0,1	0,5	0,7	-0,2
III Reële grootheden (veranderingen ten opzichte van voorafgaande jaar)							
Toeneming van:							
24. het reële nationale inkomen	5,9	4,3	1,6	7,0	5,1	2,6	3,3
25. het consumptievolume	5,2	5,0	n.s.	6,4	5,6	3,3	4,2
26. de bruto investeringen van bedrijven in outillage (volume)	6,8	9,9	n.s.	9,9	15,1	5,3	-4,7
27. de bruto investeringen van bedrijven in bedrijfsgebouwen (volume)	10,6	4,3	6,3	12,3	6,5	2,8	2,6
28. de bruto investeringen van bedrijven in woningen (volume)	2,4	9,5	-7,1	0,8	12,6	5,0	3,6
29. de bruto investeringen van bedrijven, rest (volume)	14,4	4,3	10,1	19,0	-0,3	8,8	-6,4
30. de br. inv. van bedr. in vaste activa, excl.woningen (volume)	9,9(13,5)	7,1	n.s.(6,4)	13,5	8,9	5,7	-3,1 (3,1)
31. de bruto investeringen van de overheid (volume)	4,2	6,6	n.s.	8,4	7,0	7,4	3,6
32. de br. inv. v.d. overheid plus br. inv. in de woningbouw (volume)	2,9	8,0	-5,1	4,3	9,6	6,3	3,3
33. het volume van de wereldimport (herwogen)	9,0	8,6	n.s.	12,1	9,3	7,4	4,2
34. het volume van de export (goederen)	11,1	7,9	3,2	11,5	8,9	6,3	8,0
IV De arbeidsfactor (veranderingen ten opzichte van voorafgaande jaar)							
35. Toeneming van de arbeidsproduktiviteit in bedrijven	4,7	3,7	n.s. d)	5,5	4,3	2,4	2,9
36. Toeneming van de arbeidskosten per eenheid produkt in bedrijven	2,6	6,1	-3,5*	3,0	5,8	6,6	4,2
37. Toeneming van de arbeidsinkomensquote van bedrijven	-0,7	1,6	-2,3*	-0,8	1,4	2,1	1,2
38. Geregistreerde arbeidsreserve in % v/d afh. beroepsbevolking	2,1	1,2	0,9*	1,6	1,2	1,2	2,1
V De overheidssector en financieringssector							
39. Toeneming van de overheidsuitgaven in % Y	-0,1	0,5	-0,6	0,3	0,9	0,3	0,1
40. Financieringsoverschot van het Rijk, excl. woningbouw, in % Y	0,3	0,3	n.s.	0,2	0,2	0,4	-0,1
41. Financieringsoverschot v/d lagere overheid,excl.woningbouw,in % Y	-1,8	-2,5	0,7*	-1,9	-2,3	-2,4	-2,3
42. Financieringsoverschot van de overheid, in % Y	-3,6	-4,1	n.s.	-3,5	-3,9	-4,1	-4,7
43. Benaderd financieringsoverschot van bedrijven, in % Y e)	-3,6	-6,0	2,5*	-4,6	-5,9	-6,3	-3,8
44. Netto-beroep op de kapitaalmarkt door de overheid, in % Y	4,7	3,4	1,3*	4,5	3,8	2,4	4,7
45. Benaderd netto-beroep op de kapitaalmarkt door bedrijven in % Y f)	5,0	6,3	-1,3*	5,7	5,9	6,7	5,6

a) Tot de jaren zonder restrictieve monetaire politiek zijn gerekend de jaren: 1954, 1955, 1958, 1959, 1960, 1963, 1967 en 1968. De overige jaren uit het tijdvak 1954-1969 waren jaren met een restrictieve monetaire politiek.

b) Voor enkele grootheden, die in het jaar 1958 een zeer extreme waarde te zien gaven, is het gemiddelde en het verschil berekend exclusief deze extreme waarde. De uitkomsten zijn tussen haakjes vermeld.

c) N.s. betekent niet significant. Dit betekent in dit geval, dat de kans, dat het verschil toevallig is, groter is dan 20%. Deze kans is voor de met * aangegeven verschillen kleiner dan 5%. Voor de overige verschillen ligt de kans, dat zij toevallig zijn, tussen de 5% en 20%.

d) De kans, dat het verschil van 1% toevallig is, ligt tussen 20% en 25%.

e) Het financieringsoverschot van bedrijven is benaderd door het netto-aanbod van gezinnen en bedrijven op de kapitaalmarkt (Jaarverslag D.N.B. 1969, tabel 5.3) te beschouwen als het financieringsoverschot van gezinnen en dit te salderen met het in dezelfde tabel vermelde financieringstekort van gezinnen en bedrijven.

f) Uitgaande van de veronderstelling dat gezinnen geen beroep doen op de kapitaalmarkt is het benaderd beroep op de kapitaalmarkt door bedrijven gelijk gesteld aan het netto beroep op de kapitaalmarkt van gezinnen en bedrijven, als vermeld in Jaarverslag D.N.B. 1969, tabel 5.3.

Bron: De Nederlandsche Bank N.V., Verslag over het boekjaar 1969; Amsterdam, april 1970, Tabel 4.3 en Centraal Planbureau, Centraal Economisch Plan 1970, 's-Gravenhage, april 1970, tabellen C 3a en C 3b.