

De recente monetaire evolutie in België: de geldbasis als knipperlicht

Uit voorgaand onderzoek over de evolutie van de geldhoeveelheid in België is gebleken dat daarvoor een afdoende verklaring kan worden geboden via de uitwerking van een basisgeldanalyse waarin wordt rekening gehouden met de eigen institutionele aspecten van de monetaire processen in België [4]. Basisgeld wordt daarbij omschreven als het geld gecreëerd door de monetaire overheden dat een reserve-basis uitmaakt voor de geld- en kredietcreatie door het bankwezen. Wanneer de hoeveelheid basisgeld varieert, of wanneer zich een wijziging voordoet in de verdeling ervan over de banken en het publiek, zal dit een effect uitoefenen op het geld- en kredietaanbod.

Meer bepaald kan worden aangetoond dat de geldhoeveelheid het produkt uitmaakt van enerzijds het basisgeld verstrekt door de monetaire overheid, en anderzijds de basisgeldmultiplicator die gedetermineerd wordt door het gedrag van het publiek en van de banken (voor een formele afleiding, zie noot 1). Bovendien

* Dit artikel is gebaseerd op een analysekader gezamenlijk uitgewerkt met A. Sommariva; de financiering werd gesteund door het F.K.F.O. De auteurs danken prof. K. Tavernier en P. De Grauwe voor nuttig suggesties, maar zijn uiteraard zelf alléén verantwoordelijk.

1. De geldhoeveelheid (M_1) wordt in de enge zin gedefinieerd als de som van het chartaal geld (C^p) en de postchecktegoeden (PD^p) van het publiek en van hun zichtdeposito's bij de banken (DD). Het basisgeld (B) omvat naast het chartaal geld en de postchecktegoeden de reserves aangehouden door de banken (R).

$$M_1 = C^p + PD^p + DD$$

$$B = C^p + PD^p + R$$

Uit de verhouding van M_1 tot B volgt:

$$M_1 = \frac{C^p + PD^p + DD}{C^p + PD^p + R} \text{ of } M_1 = m \cdot B \text{ met } m \text{ staande voor de multiplicator.}$$

Door deling van iedere term van de breuk door DD wordt de geldbasis-

werd empirisch vastgesteld dat in België de bewegingen in de geldhoeveelheid tijdens de periode 1960-1973 nauw aansluiten bij bewegingen in het basisgeld, welke zelf de meer beperkte veranderingen in de multiplicator overheersen.

Een dergelijke geldbasisbenadering legt de nadruk op de processen van geld- en kredietaanbod, die bepaald worden door het gedrag van de monetaire overheid, van de banken en van het niet-bank publiek. Zij onderscheidt zich van de traditionele analyse van de « oorzaken van de veranderingen in de geldhoeveelheid », o.m. opgenomen in het Tijdschrift van de Nationale Bank van België (Tabel XIII, 3), die veeleer is georiënteerd op de kredietvraag [5].

Het is de bedoeling hierna de geldbasisbenadering te toetsen aan de recente monetaire evolutie en tevens een aantal bijkomende implicaties van een dergelijke analyse naar voor te brengen, met name i.v.m. de rol van de banken. Bovendien werd de analyse op grond van kwartaalcijfers aangevuld met een analyse op grond van wekcijfers. Dergelijke wekelijkse geldbasisstatistieken vormen vooreerst een bron van snel beschikbare informatie over het geld- en kredietaanbodproces. Daardoor bieden zij tevens de mogelijkheid om de geldbasis aan te wenden als een tussenschakel bij de concrete dagelijkse uitwerking van het monetair beleid. Inderdaad, aangezien de bewegingen in de geldbasis dominerend zijn voor de bewegingen in de geldhoeveelheid, en aangezien ook andere belangrijke variabelen als het kredietaanbod en de intrestvoeten er mede door gedetermineerd worden, dringt de geldbasis zich o.i. op om door de centrale bank gebruikt te worden als een knipperlicht voor het monetair beleid, of meer vaktechnisch uitgedrukt als een *operationele doelvariabele*. Daarmee wordt bedoeld een intermediaire variabele waarvan men de grootte tracht te beïnvloeden, ten einde aldus in de afhankelijke monetaire grootheden, zoals de geldhoeveelheid, een evolutie tot stand te brengen die wenselijk wordt geacht uit

multiplicator uitgedrukt als het resultaat van een aantal gedragsrelaties van het publiek en van de banken, waarbij $k = C^p/DD$, de chartale-geldratio, $p = PD^p/DD$, de postdeposito's-ratio en $r = R/DD$, de reserveratio van de banken.

$$M_1 = \frac{k+p+1}{k+p+r}.$$

Voor een verdere uitwerking van deze eenvoudige vorm van de geldaanbodrelatie, zie [4] en [1].

oogpunt van de inwerking van het geld op de economische activiteit. Hierop zal hierna nog uitvoerig worden ingegaan.

I. DE GELDBASIS ALS DETERMINANT VAN DE GELDHOEVEELHEID

In figuur 1 wordt het verloop geschetst voor de periode 1967-1974 van de geldhoeveelheid en van de geldbasis. De geldhoeveelheid is daarbij beschouwd in de enge zin (M_1) als de som van chartaal geld en zichtdeposito's bij de banken. Voor de geldbasis is zowel de totale als de effectieve grootte afgebeeld, d.i. na aftrekking van de verplichte reserves, opgelegd aan de banken en de andere financiële instellingen². Bovendien is figuur 1 een alternatieve tijdreeks voor de geldbasis opgenomen, berekend zonder insluiting van de Postchecktegoeden, waarop echter in een andere afdeling wordt teruggekomen. Figuur 1 bevestigt de nauwe samenhang tussen de geldhoeveelheid en de geldbasis, ook na aanpassing voor de verplichte reserves.

Deze samenhang kan nog beter worden nagegaan aan de hand van figuur 2, waar in het onderste gedeelte per kwartaal de procentuele wijzigingen zijn weergegeven t.o.v. het overeenkomstig kwartaal van het voorgaande jaar, dit voor de geldhoeveelheid, de geldbasis en de geldbasismultipliator. Daarbij wordt de analyse toegepast op de *effectieve* geldbasis aangepast voor de verplichte reserves. Dit heeft tot voordeel dat een duidelijk onderscheid wordt gemaakt tussen enerzijds de rol van de centrale bank, die een bepaald bedrag aan basisgeld effectief beschikbaar stelt, en anderzijds het multiplierproces onder impuls van de banken maar mede gedetermineerd door het depositobedrag van het publiek.³ Indien

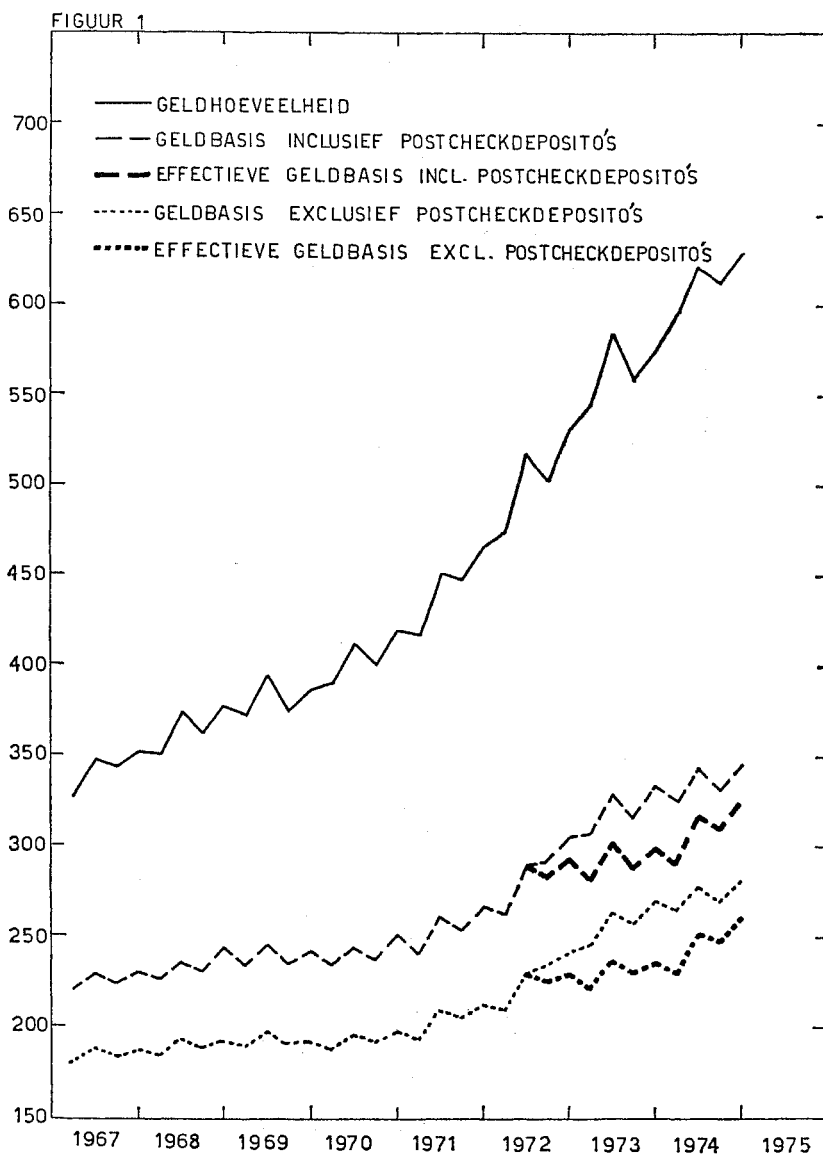
2. Het bedrag aan verplichte reserves dat sedert juli 1974 mag worden aangehouden onder de vorm van bijzondere schatkistcertificaten is niet afgetrokken, aangezien deze maatregel in feite een vrijmaking inhoudt van verplichte reserves en neerkomt op een verplichte belegging in overheidspapier.
3. Wanneer de analyse uitgaat van de effectieve geldbasis (EB) wordt de totale geldbasis verminderd met de verplichte reserves (RR).

$$EB = B - RR$$

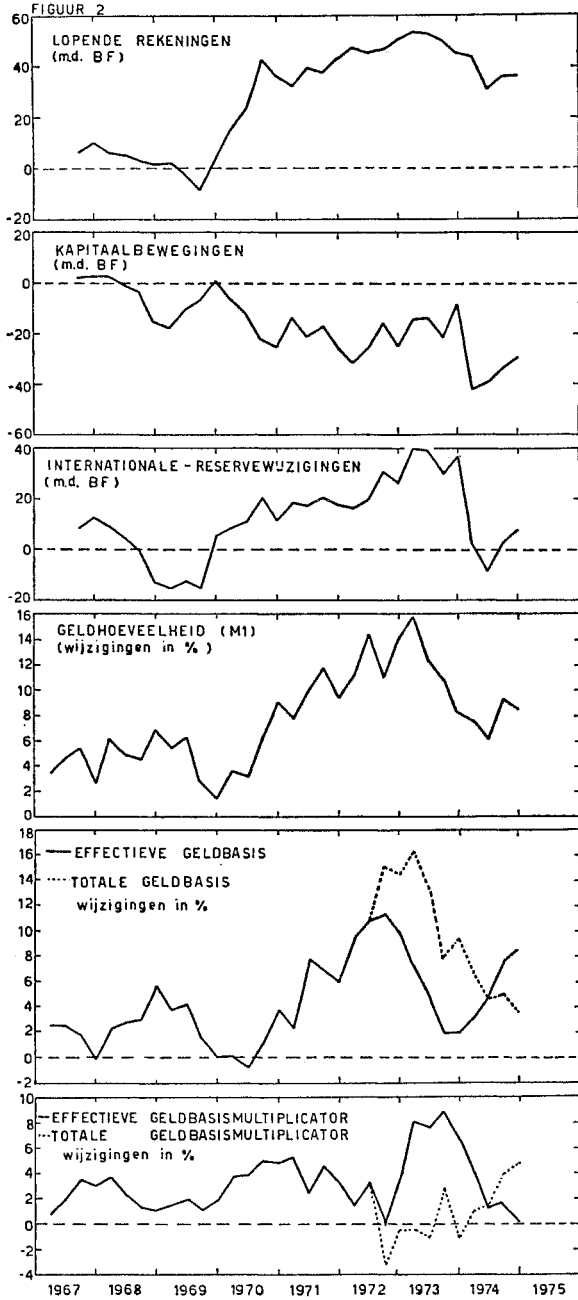
In dat geval verandert ook de geldbasismultipliator, waarin r_e nu staat voor de ratio van de overreserves ($R - RR$) tot de zichtdeposito's.

$$M_1 = EB \frac{k + p + 1}{k + p + r_e}$$

**EVOLUTIE VAN DE GELDHOEVEELHEID EN VAN DE
GELDBASIS MET EN ZONDER POSTCHECKDEPOSITO'S**



**EVOLUTIE VAN DE BETALINGSBALANS EN PROCENTUELE
WYIZINGEN OP JAARBASIS VAN DE GELDHOEVEELHEID,
DE GELDBASIS EN DE GELDBASISMULTIPLICATOR**



daarentegen zou worden uitgegaan van de totale geldbasis zonder aanpassing voor de verplichte reserves, dan wordt de multiplicator tevens beïnvloed door de opgelegde reservecoëfficiënten (met als gevolg dat de niet aangepaste multiplicator in 1973 negatief wordt).

Uit figuur 2 blijkt dat tussen de jaarlijkse veranderingen in de geldhoeveelheid en in de effectieve geldbasis een sterk parallisme bestaat. Toch valt het op dat de neerwaartse omslag in de effectieve geldbasis na de invoering van de verplichte reserves in 1972 en de herneming na de versoepeling van de reserveverplichtingen midden 1974 slechts met een zekere vertraging worden gevolgd door gelijkaardige keerpunten in de evolutie van de geldhoeveelheid. Dit wordt mogelijk gemaakt doordat de effectieve geldbasismultiplicator in 1973-74 schommelingen vertoont die aanzienlijker zijn dan in het verleden en die de bewegingen in de geldbasis *tijdelijk* compenseren, zonder dat evenwel het parallisme tussen de evolutie van de geldbasis en deze van de geldhoeveelheid wordt verbroken.

Wel wijst het sterk schommelen van de effectieve multiplicator in deze periode op belangrijke wijzigingen in de gedragsratio's die zijn grootte bepalen, te weten in de chartale-geldratio en de postdeposito's-ratio van het publiek en in de ratio van de overreserves van de banken, telkens t.o.v. de zichtdeposito's. Deze wijzigingen kunnen verband houden met aanpassingsreacties bij de banken en de overige financiële instellingen (begrepen onder het publiek) op de hantering van het instrument der verplichte reserves, maar daarnaast dient rekening gehouden met de uitzonderlijke prijs- en intreststijgingen tijdens die periode gezien hun weerslag op de relevante gedragsrelaties van het publiek en van de banken.

In verband met het *inflatieprobleem* kan in figuur 2 worden vastgesteld dat de geldbasis en de geldhoeveelheid in de periode 1970-1972 aanhoudend stijgen, met jaarlijkse groeicijfers voor de geldhoeveelheid die vanaf het tweede kwartaal van 1971 tot het derde kwartaal van 1973 telkens hoger liggen dan 10 pct. Deze monetaire expansie wordt in 1973 gevolgd door een scherpe daling in het groeiritme van de geldbasis, die ongeveer een jaar duurt, waarna de versoepeling van de reserveverplichting in 1974 een belangrijke herneming van de effectieve geldbasis tot gevolg heeft. Deze vaststellingen leiden tot het besluit dat zich langs monetaire zijde in België te lang een inflatoir potentieel heeft kunnen ophopen. Nadien veroorzaakt het beleid een vrij scherpe V-vormige beweging in

de effectieve geldbasis, die echter de vrees doet ontstaan dat de inflatoire verwachtingen na een korte onderbreking snel zouden kunnen heropflakkeren — met alle nadelige gevolgen daarna voor de tewerkstellingen en de economische activiteit —, tenzij de evolutie van de monetaire variabelen in de toekomst strenger onder controle wordt gehouden.

II. DE BRONNEN VAN DE GELDBASIS

Aangezien de evolutie van de geldbasis deze van de geldhoeveelheid blijft domineren, ondanks de recent toegenomen fluctuaties in de multiplicator, spits de aandacht zich toe op de vraag welke elementen de evolutie van de geldbasis zelf determineren. Uitgaande van de actiefzijde van de geconsolideerde balans van de monetaire overheden (de N.B.B., het Muntfonds en de Postcheckdienst) worden afgezien een *respost* (0) algemeen drie bronnen van basisgeld onderscheiden, zoals aangegeven in equatie (1).

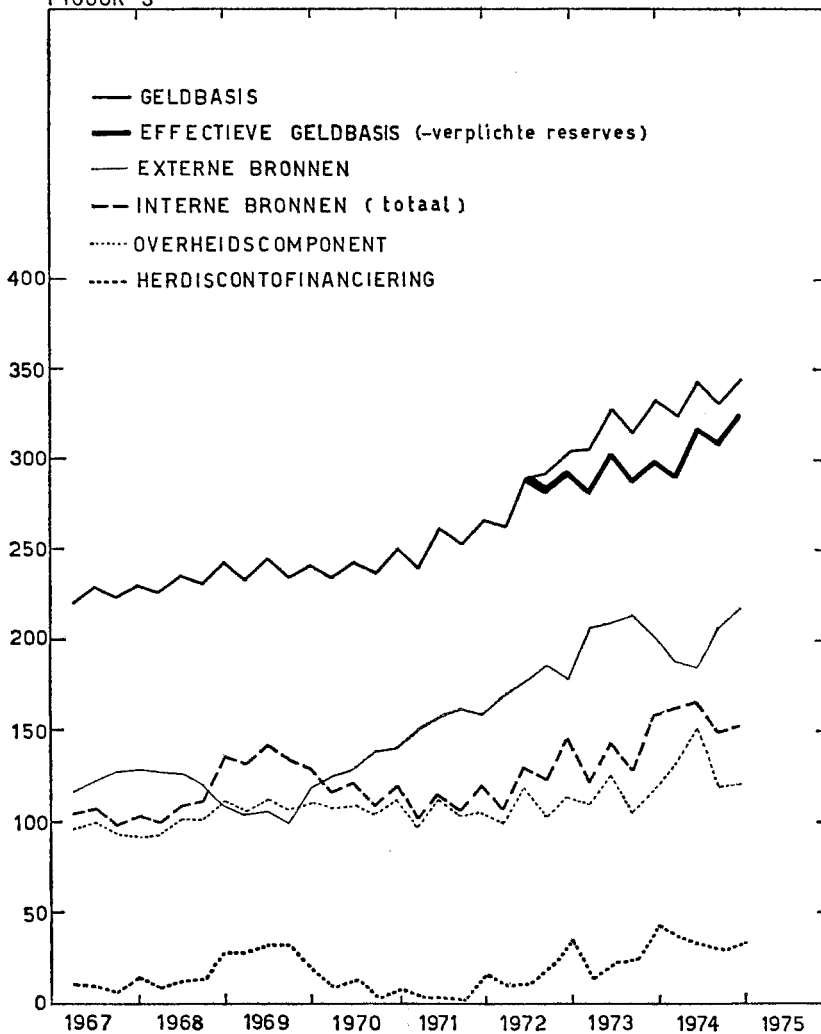
$$B = IR + GD^M + AD + 0 \quad (1)$$

Vooreerst zijn er de internationale reserves (*IR*) van de centrale bank, die veranderen als gevolg van de saldi op de betalingsbalans en die de *externe* bronnen van basisgeld vormen. De overige tegenposten van basisgeldcreatie bestaan uit de overheidsschuld t.o.v. de monetaire overheden (*GD^M*), die het resultaat is van de wijze van financiering van de overheidsdeficitten, en de herfinanciering van de banken bij de centrale bank (*AD*) via herdisconto van wissels en in mindere mate via voorschotten op onderpand van overheidspapier; beide posten maken gezamenlijk de *interne* bronnen van basisgeld uit.

Het verloop van deze verschillende bronnen van de geldbasis is weergegeven in figuur 3. In de eerste plaats valt daarbij de grote substitutie op tussen de externe en de interne bronnen van basisgeld, ook in de recente periode. Wanneer in 1973 de externe bronnen ondanks het olieprobleem verder sterk toenemen, kennen de interne bronnen een inzinking. De daling van de externe bronnen tijdens de eerste helft van 1974 wordt op zijn beurt echter opgevangen door een toeneming van de interne bronnen. Wat de evolutie van de externe bronnen zelf betreft kan in de

DE BRONNEN VAN DE GELDBASIS

FIGUUR 3



bovenste helft van figuur 2 worden vastgesteld dat de wijzigingen in de internationale reserves tijdens de periode 1967-1974 globaal worden gedomineerd door de evolutie van de handelsbalans, maar dat in 1974 daarentegen de kapitaalbewegingen van de banken

en van het publiek overwegend zijn⁴. Over het geheel van de beschouwde periode nemen de externe bronnen samen overigens niet minder dan 88 pct. van de aangroei van de geldbasis van hun rekening, wat evenwel niet mag leiden tot een veronachtzaming van de soms belangrijke korte-termijnfluctuaties die in de interne bronnen voorkomen.

Worden de interne bronnen verder onderscheiden in de overheidsfinanciering door de monetaire overheden en de herdiscontofinanciering door de banken, dan blijkt over de ganse periode beschouwd de overheidscomponent duidelijk het stabielst, zodat de beweging van de interne bronnen wordt gedetermineerd — o.m. in 1969 — door de wijzigingen in de herdiscontofinanciering door de banken. Midden 1974 verandert het beeld evenwel en geeft voornamelijk de overheidsfinanciering door de centrale bank aanleiding tot de creatie van basisgeld. Dit was mogelijk door een verhoging van het voorschottenplafond van de staat bij de centrale bank van 16 naar 20,6 md. en door indirecte ontleningen van de schatkist bij de centrale bank via het Rentenfonds. Einde mei bereikten de ontleningen van het Rentenfonds bij de N.N.B. — echter mede met het oog op de financiering van zijn interventies op de markt van het overheidspapier — een maximumbedrag van vrijwel 18 md. ! Afgezien daarvan werd in juli 1974 aan de financiële instellingen toegestaan 6 md. van hun verplichte reserves aan te houden onder de vorm van speciale schatkistcertificaten. Deze schatkistfinanciering via basisgeldcreatie en via de vrijmaking van verplichte reserves kwam gezien de inflatoire ontwikkeling van de Belgische economie ongetwijfeld op een ongelegen ogenblik. Weliswaar was de betrokken creatie van basisgeld overeenkomstig figuur 3 slechts tijdelijk, maar zij droeg toch bij tot de doorlopende aangroei van de geldbasis in België.

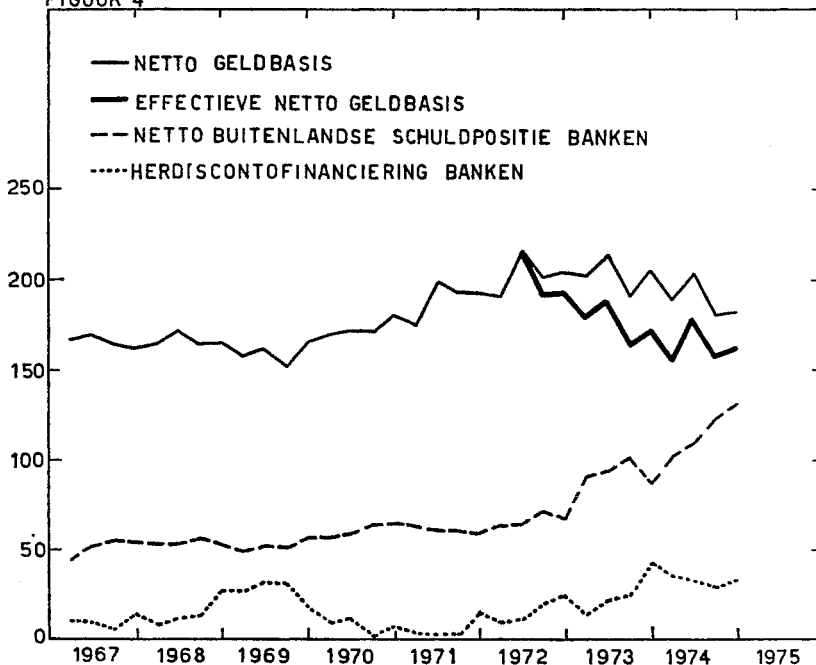
4. De wijzigingen in de externe bronnen kunnen verder worden onderverdeeld op grond van de betalingsbalansequatie.

$$\Delta IR = (X - M) + CM^G + \Delta(FL - FA)^B + \Delta(FL - FA)^P$$

Daarin stelt $(X - M)$ het saldo voor op de handelsbalans, CM^G de netto kapitaal invoer van de overheid en $\Delta(FL - FA)$ de wijzigingen in de buitenlandse positie respectievelijk van het publiek en van de banken. De wijzigingen in de componenten van de betalingsbalans zoals weergegeven in figuur 2 zijn gecumuleerde saldi over vier kwartalen, zodat kwartaal na kwartaal veranderingen bekomen worden op jaarbasis. De wijzigingen in de internationale reserves zijn niet gecorrigeerd voor de aan België toegekende Speciale Trekkingsrechten.

DE NETTO GELDBASIS EN DE BINNENLANDSE EN BUITENLANDSE BANKONTLENINGEN

FIGUUR 4



In tegenstelling tot de overheidsfinanciering door de centrale bank was de herdiscontofinanciering door de banken in 1974 vrij stabiel, zij het in de tijd beschouwd op een hoog niveau. De geringe omvang van de beschikbare marges op de herdiscontoplafons in 1974 wijst er overigens op dat de betrokken herfinancieringsmogelijkheden voor de banken toen vrijwel uitgeput waren. In de voorbije jaren vertoonde deze herdiscontofinanciering echter belangrijke bewegingen. Bovendien mag niet uit het oog worden verloren dat de private banken in een open economie als de Belgische over belangrijke herfinancieringsmogelijkheden beschikken op de internationale financiële markt en dat zij op die manier mede de grootte van de externe bronnen bepalen. Vandaar lijkt het aangewezen de rol van de banken aan een nader onderzoek te onderwerpen.

III. DE BINNENLANDSE EN BUITENLANDSE HERFINANCIERING DOOR DE BANKEN

Herdiscontofinanciering en ontleningen op de internationale financiële markt laten de banken toe snel te reageren op de aan gang zijnde monetaire processen door op die manier zelf de creatie van basisgeld te beïnvloeden⁵. Het hoeft dan ook geenszins te verwonderen dat in figuur 4 ook tussen de binnenlandse en buitenlandse herfinanciering van de banken belangrijke substituties vastgesteld worden. Wanneer de netto buitenlandse ontleningen van de banken afnemen, zoals in 1969 en eind 1973, treedt terzelfdertijd een toeneming op van de herdiscontofinanciering. Omgekeerd treden verzwakkingen in de herdiscontofinanciering gelijktijdig op met expansies in de buitenlandse bankontleningen zoals in 1973 en 1974.

Het compenserend bedrag van de banken wordt verder verduidelijkt wanneer naast de binnenlandse en buitenlandse herfinanciering ook de evolutie van de overige bronnen van basisgeld in het beeld worden betrokken. Inderdaad ligt het voor de hand dat de banken minder behoefte zullen hebben aan herfinanciering in perioden van belangrijke basisgeldcreatie ten gevolge van een handelsbalansoverschot of ten gevolge van overheidsfinanciering door de centrale bank.

De geldbasis aangepast voor de binnenlandse en buitenlandse herfinanciering van de banken wordt in de literatuur doorgaans aangeduid als de niet ontleende of netto geldbasis (B^N). De definitie van de netto geldbasis wordt gegeven in equatie (2).

$$B^N = IR + GD^{CB} + 0 - (FL - FA)^B \quad (2)$$

Aan de hand van figuur 4 kan worden opgemerkt dat de banken inderdaad compenserend reageren op de evolutie van de netto geldbasis. Aldus kan in 1971 zowel een afzwakking van de binnenlandse als van de buitenlandse herfinanciering worden vastgesteld. Aan de andere kant is de evolutie van de netto geldbasis

5. Wijzigingen in de netto buitenlandse positie van de banken hoeven weliswaar niet altijd tot veranderingen in de internationale reserves en in de geldbasis aanleiding te geven; bijv. wanneer de banken ontleende deviezen verder zouden uitlenen aan residenten.

in de periode 1972-1974 licht dalend, oriëntatie die uiteraard wordt versterkt wanneer men de effectieve netto geldbasis beschouwt, na aftrekking van de verplichte reserves (ten dele echter slaande op de niet-banken). Kenschetsend is wel dat vanaf de invoering van deze reservecoëfficiënten tijdens het derde kwartaal van 1972 zowel de buitenlandse en binnenlandse herfinanciering van de banken globaal een stijgende tendens vertonen, zij het met secundaire fluctuaties die mekaar dan echter onderling compenseren.

Uit voorgaande analyse kan worden afgeleid dat het aanbod van basisgeld door de monetaire overheden gedeeltelijk endo-geen is. De centrale bank kan via de discontovoet de voorwaarden van herfinanciering beïnvloeden, maar bij een gegeven discontovoet is de omvang van de herdiscontofinanciering afhankelijk van het gedrag van de banken. Aldus zal de mate van herdiscontofinanciering o.m. beïnvloed worden door de mogelijkheid voor de banken om bij een discontoverhoging hun eigen krediettarieven aan te passen, wat tot de invoering van de variabele debetrentevoeten begin 1974 in België automatisch gebeurde. Op een gelijkaardige manier zijn ook wijzigingen in de netto buitenlandse bankontleningen mede bepalend voor de grootte en de evolutie van de geldbasis. Evenwel wordt aangevoerd dat de netto buitenlandse schulden van de banken niet altijd variëren op initiatief van de banken, maar soms ook op initiatief van het publiek. Aldus kan de toeneming van de netto buitenlandse schulden in 1973 mede verklaard worden door het aanhouden van tegoeden in B.F. door buitenlanders wegens de sterke positie van onze valuta. Daartegenover staan echter de veelvuldig vastgestelde substituties tussen de binnenlandse en de buitenlandse herfinanciering en tussen de gezamenlijke herfinanciering en de evolutie van de netto basis en van de reserveverplichtingen. Deze compenserende bewegingen duiden er wel degelijk op dat de private banken in het geld- en kredietaanbodproces in België ongetwijfeld een actieve rol spelen. Daarbij vervullen hun compenserende reacties vaak een bufferfunctie voor het opvangen van schokken, maar aan de andere kant kunnen zij ook leiden tot de neutralisering van getroffen beleidsmaatregelen [3].

Wanneer de centrale bank de creatie van basisgeld onder controle wenst te houden, ten einde aldus de evolutie van de geldhoeveelheid zelf te beheersen, komt er derhalve op aan de binnenlandse en buitenlandse herfinanciering rechtstreeks te beïnvloeden, ofwel die herfinancieringen te compenseren door tegengestelde wij-

zigheden in de overige geldbasiscomponenten. In dat verband rijst echter de vraag in hoeverre de geldbasis in een open economie als de Belgische, gekenmerkt door een niet te veronachtzamen mobiliteit van het kapitaal, nog effectief controleerbaar is. Hoewel in dergelijke omstandigheden de autonomie van het intern monetair beleid op lange termijn wordt ondermijnd, is de doorkruising van het intern beleid in de korte periode slechts gedeeltelijk⁶, zodat daar een ruimte voor binnenlandse monetaire maatregelen blijft bestaan [9], [3].

Wat deze controle-maatregelen in België betreft, werd de herdiscontofinanciering in 1974 gelet op de geringe beschikbare marge op de plafons — die overigens verschillende keren werden aangepast — klaarblijkelijk effectief beperkt, daar waar de beschikbare marges tot midden 1973 veeleer ruim waren. Met betrekking tot de buitenlandse herfinanciering werden in 1974 opnieuw voorschriften uitgevaardigd aangaande de creditposities van de banken in deviezen. Aan de andere kant kregen de banken in 1974 terug de toelating intrest te betalen op buitenlandse tegoeden in convertibele B.F., daar waar voordien tenzake een negatieve intrest en bijzondere reserveverplichtingen van toepassing zijn geweest. Ook de toepassing in België van een dubbele wisselmarkt kan in dit verband worden gesitueerd. Wat ten slotte de mogelijkheid betreft van neutraliserende wijzigingen in de overige geldbasiscomponenten wordt in andere landen veelvuldig gebruik gemaakt van open marktverrichtingen. Daarmee zouden overigens ook andere ongewenste effecten bijv. van de handelsbalans op de geldbasis kunnen worden tegengegaan⁷, al dient bij een structureel handelsbalansonevenwicht de wisselkoerspariteit aangepast te worden. In België is het instrument van de open-marktpolitiek in de praktijk tot nog toe echter van weinig betekenis [8].

Gezien het compenserend karakter van de binnenlandse en buitenlandse herfinancieringsverrichtingen van de banken, wordt de geldbasisanalyse met het oog op de oriëntering van het monetair beleid soms doorgevoerd vertrekkend van de netto geldbasis, uitgezuiverd voor die verrichtingen. Dit impliceert dat de genoemde

6. Gezien de kapitaalmobiliteit niet perfect is en gezien het geld niet enkel via de intrestvoet maar ook direct op de economische activiteit kan inwerken.
7. Het nastreven van een onafhankelijk monetair beleid in verschillende landen kan echter aanleiding geven tot instabiliteit op internationaal vlak [2].

herfinancieringsverrichtingen in een dergelijke analyse mede bepalend worden voor de grootte van de netto geldbasismultiplicator. Het voordeel van deze procedure is dat de netto geldbasis als uitgangspunt voor het monetair beleid in de korte periode een meer exogeen gegeven grootte uitmaakt. Hoewel dient opgemerkt dat ook de netto geldbasis in de korte periode nog een endogeen element bevat, te weten de netto buitenlandse positie van het publiek, $(FA - FL)^P$, die de externe bronnen beïnvloedt maar waarvoor de reactiesnelheid trager wordt geacht dan voor de netto buitenlandse ontleningen door de banken. Een nadeel van deze methode is echter dat de netto multiplicator door het insluiten van de binnenlandse en de buitenlandse herfinancieringsratio's veranderlijker is, zodat de relatie tussen de netto geldbasis en de geldhoeveelheid minder gemakkelijk voorspelbaar wordt⁸. Dit stelt meteen het vraagstuk van de concrete tenuitvoerlegging van de monetaire politiek.

IV. DE WEKELIJKSE GELDBASIS : EEN OPERATIONELE DOELVARIABLE

In verband met het voeren van het monetair beleid bestaat een mogelijke indicator in de evolutie van de geldhoeveelheid, hetzij omdat men aanneemt dat deze een rechtstreeks effect heeft op de bestedingen, zoals gesteld door de monetaristen, hetzij wegens de weerslag ervan op de intrestvoeten en aldus op de investeringen, zoals gesteld door de Keynesianen. Bij de aanwending van de instrumenten van de monetaire politiek heeft men echter slechts onvolkomen informatie over de aard van hun impact, de optredende tijdsvertragingen enz. Derhalve stelt zich de vraag

8. Uitgaande van de netto-geldbasis ziet de geldaanbodrelatie in haar eenvoudigste vorm eruit als volgt :

$$M_1 = B^N \frac{k+p+1}{k+p+r-(b_d+b_f)}$$

met $b_d = \frac{AD}{DD}$, de binnenlandse herfinancieringsratio

en $b_f = \frac{(FL-FA)^B}{DD}$, de buitenlandse herfinancieringsratio van de banken.

welke de optimale strategie is om concrete richtlijnen vast te leggen voor het aanwenden van die instrumenten in de dagelijkse werkelijkheid. Een pragmatische oplossing kan voor dat probleem worden gevonden door het invoeren van *operationele doelvariabelen* [1], [6]. Dit zijn variabelen die in de korte periode beïnvloedbaar zijn door de monetaire overheden, en die zelf de bewegingen domineren die optreden in de indicatoren waarop het monetair beleid wordt georiënteerd, in concreto bijv. in de geldhoeveelheid.

Gezien de nauwe samenhang die in verschillende landen, waaronder België, wordt vastgesteld tussen de evolutie van de geldhoeveelheid en deze van de geldbasis, wordt m.n. de geldbasis vaak als operationele doelvariabele vooropgesteld. Bovendien komt de geldbasis als te controleren variabele ook in aanmerking wanneer het beleid niet zozeer georiënteerd is op de geldhoeveelheid, maar eerder op het kredietvolume, aangezien het basisgeld zowel de reservebasis uitmaakt voor de kredietcreatie als voor de geldcreatie. Empirisch werd de geldbasis aldus ook in België als een significante determinant van het bankkrediet geïdentificeerd [3]. Ten slotte heeft de geldbasis via het geld- en kredietaanbod een weerslag op de intrestvoeten, zodat hij een bruikbare doelvariabele blijft wanneer het beleid het rentepeil als oriëntatiemiddel in aanmerking neemt. Nochtans dient ervoor gewaarschuwd dat het intrestniveau een misleidende beleidsindicator kan uitmaken. Inderdaad geeft een expansief monetair beleid vooreerst aanleiding tot een intrestdaling via het liquiditeitseffect. Maar naarmate de economische activiteit wordt gestimuleerd, wordt de rente opnieuw opgetrokken door inkomens- en prijseffecten, en kan het prijsverwachtingeneffect zelfs tot een overcompensering van de aanvankelijke intrestdaling aanleiding geven. Zodanig dat een expansief monetair beleid dan gepaard gaat met een hoog rentepeil.

Gezien het belang voor een efficiënt beleid van snelle informatie, en gezien de geldbasis uit verschillende oogpunten een bruikbare operationele doelvariabele uitmaakt, werd gepoogd deze geldbasis voor België te berekenen op basis van gegevens voor de zeer korte periode. Een concrete informatiebron bestaat in de *weekstaten van de Nationale Bank van België*. Deze volstaan echter slechts als informatie wanneer wordt uitgegaan van een enger geldbasisbegrip, te weten *exclusief* het *chartaal geld* uitgegeven door het *Muntfonds* — een gering een weinig fluctuerend bedrag — maar ook *exclusief de postchecktegoeden*.

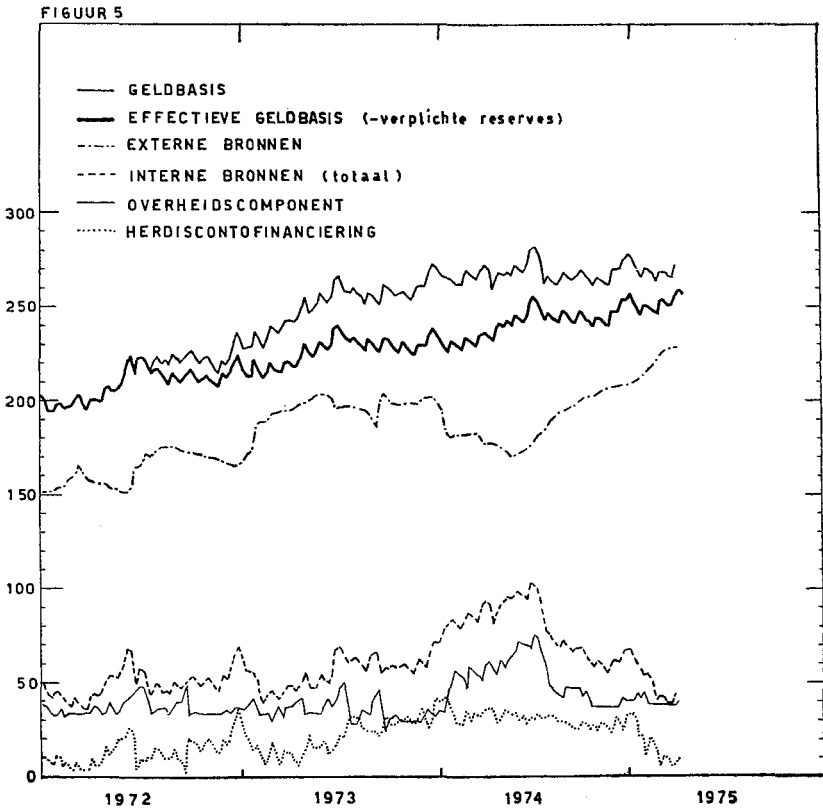
Bij de aanvankelijke uitwerking van een geldbasisanalysekader voor België werd betoogd dat deze postchecktegoeden een eigen categorie uitmaken. Het leek echter verantwoord ze tot de geldbasis te rekenen omdat zij in België rechtstreeks toevloeien aan de schatkist en dus een monetaire schuld zijn van de overheid, omdat zij ook worden aangehouden door de banken — hoewel deze ook deposito's aanhouden bij andere banken —, en omdat zij wegens de staatswaarborg in crisisperioden eerder zullen gelijkgesteld worden met chartaal geld dan met giraal geld. Aan de andere kant wordt de omvang van de postchecktegoeden in de praktijk volkomen bepaald door het gedrag van het publiek, zonder enige directe beïnvloeding door de monetaire overheden. Vandaar dat een alternatieve benaderingswijze erin bestaat de postchecktegoeden niet als basisgeld te beschouwen, maar als een bijzondere categorie van zichtdeposito's of giraal geld. Op theoretische grond kan in deze aangelegenheid geen uitsluitel gegeven worden; veel- eer dient deze indeling op empirische wijze uitgemaakt te worden, afhankelijk van de graad van substitutie van de postdeposito's met chartaal geld respectievelijk met zichtdeposito's, en van de comparatieve verklarende waarde van de twee geldbasisreeksen voor de evolutie van het geld- en kredietaanbod.

Met dit laatste oogmerk werd in figuur 1 naast de geldhoeveelheid de geldbasis weergegeven zowel inclusief als exclusief de postchecktegoeden. Beide geldbasisreeksen lopen vrijwel parallel, en vertonen praktisch een identieke, nauwe samenhang met de evolutie van de geldhoeveelheid. Dit is niet te verwonderen aangezien de postchecktegoeden zelf een stabiele, zeer licht stijgende tendens vertonen. Derhalve lijken beide geldbasisreeksen vrijwel evenwaardig en komt de geldbasis exclusief postchecktegoeden ook ten volle als operationele doelvariabele voor het monetair beleid in aanmerking. Beide geldbasisreeksen berekend op kwartaalbasis alsmede de geldbasis berekend aan de hand van de laatste weekstaat van de N.B.B. voor iedere maand zijn opgenomen in appendix. Wekelijkse geldbasisgegevens zijn te verkrijgen op aanvraag.

De wekelijkse evolutie van de geldbasis en zijn bronnen — in feite een analyse van het centrale-bankgeld⁹ — is voor de

9. Een vorm van centrale-bankgeldanalyse is ook opgenomen in de jaarverslagen van de N.B.B. onder de hoofding: « Voornaamste tegenposten van de verplichtingen van de Nationale Bank van België ». Overigens wordt de « Zentralbankgeldmenge » streng gecontroleerd in de Duitse Bondsrepubliek; zie « Onderzoek

WEKELJKSE EVOLUTIE VAN DE GELDBASIS EN ZIJN BRONNEN



periode van 1972 tot maart 1975 afgebeeld in figuur 5. Een eerste vaststelling die zich daarbij opdringt is dat de geldbasis op weekbasis weliswaar kleine schommelingen vertoont, maar dat de intensiteit ervan beperkt is, zodat geen interpretatieproblemen gesteld worden om de fundamentele ontwikkeling van de geldbasis snel te onderkennen. Ongetwijfeld is dit een belangrijke positieve karakteristiek, mede uit oogpunt van een eventueel gebruik van de geldbasis als operationele doelvariabele.

Overigens vertoont het verloop van de wekelijks berekende geldbasis dezelfde tendensen als dit van de kwartaalcijfers. Tijdens het eerste kwartaal van 1975 blijkt het totaal van de bronnen

naar de oorzaken van de verschillen tussen de inflatiepercentages in België, de Bondsrepubliek Duitsland en Nederland», *Tijdschrift van de Nationale Bank van België*, mei 1975, blz. 36.

zich verder te stabilizeren op hetzelfde niveau als tijdens de tweede helft van 1974. De externe bronnen blijven na de inzinking van begin 1974 aanhoudend stijgend georiënteerd. Deze stijging wordt de eerste maanden van 1975 echter praktisch volledig gecompenseerd door de daling van de interne bronnen, en meer bepaald door de afnemng van de herdiscontofinanciering. Terwijl het totaal van de bronnen ten gevolge van deze compensering slechts weinig verandert, leidt de versoepeling van de reserveverplichtingen tot een voortgaande expansie van de effectieve geldbasis. De inmiddels besliste geleidelijke afbouw van de verplichte reservecoëfficiënten tot nul zal tijdens het tweede kwartaal van 1975 ongetwijfeld een verdere verruiming van de effectieve geldbasis met zich meebrengen.

Een nadere analyse van de geldbasiscomponenten in de korte periode onthult dat de aangestipte substituties tussen de verschillende bronnen vlug een aanvang nemen. Vooral de herdiscontofinanciering van de banken wordt gekenmerkt door een hoge reactiesnelheid, waarbij ook zeer tijdelijke schommelingen in de overheidscomponent of in de externe bronnen van de geldbasis gecompenseerd worden.

Alleszins blijkt uit het voorgaande dat de wekelijks berekende geldbasis een belangrijk hulpmiddel kan uitmaken voor het opvoeren van de efficiëntie van het monetair beleid door een in-korting van de zgn. erkenningsvertraging, aangezien een aantal ongewenste ontwikkelingen snel kunnen worden geïdentificeerd. Bovendien kunnen normen worden vastgelegd voor de gewenste geldbasisevolutie in de korte periode, waaruit richtlijnen kunnen afgeleid worden voor de dosering van concrete monetaire interventies.

Dit vestigt meteen de aandacht op de belangrijke rol die kan vervuld worden door open-marktinterventies, waardoor negatieve ontwikkelingen kunnen worden geneutraliseerd of positieve ontwikkelingen kunnen worden verstrekt [7]. Derhalve wordt nogmaals gepleit voor een versterking van het open-marktbeleid in België. Substantiële vooruitgang is ter zake evenwel slechts mogelijk door de organisatie van een secundaire markt voor schatkistpapier¹⁰. Tevens

10. In dat verband kan ook worden verwezen naar de slottoespraak van prof. R. Vandeputte, Ere-gouverneur van de N.B.B., op het Twaalfde Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres te Gent op 11 en 12 april 1975.

lijkt met betrekking tot de markt van het overheidspapier een scheiding aangewezen van de functies van marktregulering en van open-marktpolitiek, beiden thans toevertrouwd aan het Rentenfonds, aangezien de behoeften van de Schatkist en deze van het monetair beleid strijdig kunnen zijn. Open-marktinterventies zijn daarom veeleer onder te brengen onder de bevoegdheid van de Nationale Bank als verantwoordelijke voor de geldpolitiek.

BESLUITEN

— Tussen de evolutie van de geldhoeveelheid en van de geldbasis blijft in België ook in de recente periode een sterk parallellisme bestaan. Weliswaar vertoont de multiplicator van de effectieve geldbasis, aangepast voor de verplichte reserves, in 1973-1974 grotere fluctuaties, die tot een zekere tijdsvertraging in de keerpunten van de evolutie van de effectieve geldbasis en deze van de geldhoeveelheid aanleiding geven, maar het parallellisme tussen beide wordt niet verbroken.

— Ten gevolge van een belangrijke expansie van de geldbasis en van groeicijfers voor de geldhoeveelheid die in de periode 1971 (II)-1973 (III) ieder kwartaal hoger waren dan 10 pct. op jaarbasis, kon zich in België te lang een inflatoir potentieel ophopen. Nadien volgt een vrij scherpe beweging in de geldbasis in V-vorm. Het gevaar bestaat dat door dergelijke bruuske kenteringen in het beleid de inflatoire verwachtingen en ontwikkelingen snel heropleven, tenzij de trend van monetaire variabelen in de toekomst op een lager gemiddeld niveau dan in het recente verleden gehandhaafd wordt.

— Tussen de interne en externe bronnen van basisgeld bestaan opvallende substituties. Bij nadere analyse worden vooral de herdiscontofinanciering en de netto buitenlandse positie van de banken gekenmerkt door compenserende reacties, meer bepaald t.o.v. fluctuaties in de creatie van basisgeld voortvloeiend uit de wijze van overheidsfinanciering of uit de evolutie van de andere externe bronnen, vnl. van de handelsbalans.

— De compenserende reacties van de banken vervullen een nuttige bufferfunctie, maar kunnen ook beleidsmaatregelen neutraliseren. Dit kan het invoeren noodzakelijk maken van werkelijk limitatieve herdiscontoplafons en van aangepaste externe maatregelen. Ofwel kan de overheid pogen de evolutie van de geld-

basis te beheersen door zelf compenserende open-marktinterventies te verrichten. Daartoe zijn in België evenwel institutionele aanpassingen noodzakelijk m.b.t. de secundaire markt voor schatkistpapier en de bevoegdheid voor de open-marktpolitiek. Bovendien dient in een open economie rekening gehouden met een doorkruising van het beleid door kapitaalbewegingen, maar in de korte periode blijft toch een zekere ruimte voor het monetair beleid bestaan.

— De aangestipte compenserende bewegingen blijken bij een wekelijkse analyse van het basisgeld — m.n. van het centrale-bankgeld — zeer snel op te treden. Een andere karakteristiek van de wekelijkse analyse is dat de geldbasisschommelingen in de zeer korte periode een beperkt amplitudo vertonen, zodat zij het onderscheiden van de tendens van de evolutie vrijwel niet bemoeilijken.

— Op die wijze kan de wekelijkse geldbasis bijdragen tot een efficiënter monetair beleid via de inkorting van de zgn. informatie- of erkenningsvertraging. Tevens komt de wekelijkse geldbasis in aanmerking om gebruikt te worden als een knipperlicht of operationele doelvariabele. Wanneer voor de evolutie van de geldbasis normen vastgelegd worden, kunnen dan concrete richtlijnen worden afgeleid voor het gebruik van de monetaire instrumenten. Ook bij een dergelijke strategie zou aan een actieve open-marktpolitiek een betekenisvolle rol toebedeeld zijn.

Bibliografie

- [1] Burger, A.E., *The Money Supply Process*, Wadsworth, Californië, 1971, 213 blz.
- [2] De Grauwe, P., «Moneytary Interdependence in Europe Under Fixed and Flexible Exchange Rates», *Tijdschrift voor Economie*, 1974, nr. 4, blz. 439-462.
- [3] Heremans, D., Sommariva, A., Verheirstraeten, A., «A Money and Bank Credit Model For Belgium», C.E.S.-rapport, Leuven, 1974, 54 blz. (publicatie in voorbereiding).
- [4] Heremans, D., Sommariva, A., Verheirstraeten, A., «A Money Base Framework For Belgium», *Tijdschrift voor Economie*, 1974, nr. 2, blz. 187-208.
- [5] Heremans, D., Sommariva, A., Verheirstraeten, A., «The Determinants of the Growth of the Money Supply in Belgium», *Revue de la Banque*, 1974, nr. 5, blz. 528-548.
- [6] Heremans, D., Verheirstraeten, A., «Theorie van het monetair conjunctuurbeleid», bijdrage in *Conjunctuurtheorie en conjunctuurpolitiek*. Referaten van het twaalftde Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres, Gent 1975, blz. 444-450.
- [7] Meltzer, A.H., «Controlling Money», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, mei 1969, blz. 16-24.
- [8] Vanes, F.R., Verheirstraeten, A., *De geld- en kapitaalmarkt 2*, tweede uitgave, Leuven, Acco, 1975, blz. 145 e.v.
- [9] Wilms, M., «Controlling Money in an Open Economy: The German Case», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, april 1971, blz. 23-24.

Appendix : Quarterly and Weekly Money Base Series for Belgium

In the 1974 nr. 2 issue of this review a quarterly money base series was published for Belgium covering the period 1960-1972. In this money base series, the postal deposits were included. Although they constitute a rather specific category, postal deposits were however included in the base as in Belgium they are immediately at the disposition of the Treasury and thus are monetary liabilities of the government ; further as they are also held by the banks as reserve assets ; and finally as they benefit from government guarantee and are in that way comparable with currency. Hereafter the same money base series is published in table I for the recent years 1973-1974.

Against the inclusion of postal deposits in the money base it can be argued that the amount of these deposits actually completely depends on the behaviour of the public without any interference of the monetary authorities ; that in normal periods they are rather considered by the public as close substitutes for demand deposits ; and that the banks also hold demand deposits at other banks as liquidity, which are however consolidated out. From a theoretical viewpoint there seems to be no definite answer that in this can be given. Whether or not postal deposits should be included in the money base is rather an empirical issue, depending on the degree of substitution of postal deposits with currency respectively with demand deposits, and on the comparative explanatory power of each money base series in money and bank credit supply estimates. Therefore another quarterly money base series is published hereafter in table II for the period 1960-1974, whereout the postal deposits are excluded.

As postal deposits in Belgium are very stable, with a very slowly increasing trend, both money base series show aside from a difference in level a nearly identical evolution, very correlated with this of the money stock (see figure 1 in the foregoing article).

Interesting now is that the money base series without postal deposits with a further small adjustment — i.e. the exclusion of currency issued by the Treasury of which the amount in Belgium is limited to 12 b. B.F. — is transformed into a series of central bank money. The advantage of this is that for central bank money in Belgium monthly and even weekly statistics are published, contained in the balance sheets of the central bank. The money base thus defined can then also be analysed in the very short run.

From the weekly balance sheets of the National Bank of Belgium (N.B.B.) a weekly money base series has been calculated, which can be obtained on request. From this series only the money base figures derived from the last weekly balance of the N.B.B. for each month are published hereafter in table III.

The weekly money base series, calculated from 1972 on, shows very short run fluctuations which are however very small (see figure 5 in the foregoing article), so that practically no interpretation problems are raised to distinguish the longer run money base development.

From this stability in the very short run, and from the high degree of association between the money base and the money supply, it can be concluded that a weekly money base series for Belgium may contribute to a more efficient monetary policy by shortening the recognition lag, and that the weekly money base constitutes a possible operational target for the policy interventions of the monetary authorities in the very short period¹.

TABLE I

*A Quarterly Money Base Series for Belgium - Postal Deposits Included**
(1972-1974, figures end of period in b. of B.F. and adjusted for required reserves)

	I	II	III	IV
1972	262.4	289.3	281.6	292.5
1973	281.0	302.0	287.0	298.7
1974	289.8	316.9	308.7	324.1

* For the period 1960-1972, see *Tijdschrift voor Economie*, 1974, nr. 2, p. 208. The required reserves are published in *Tijdschrift van de Nationale Bank van België*.

1. On the targets and indicators issue, see a.o. A. E. Burger, *The Money Supply Process*, Wadsworth, California, 1971, p. 163-170.

TABLE II

*A Quarterly Base Series for Belgium - Postal Deposits Excluded
(figures end of period in b. of B.F. and adjusted for required reserves)*

	I	II	III	IV
1960	122.9	125.1	126.4	131.0
1961	130.0	130.6	132.0	139.1
1962	136.1	138.1	139.4	146.4
1963	148.8	152.6	153.1	159.3
1964	156.4	160.5	162.9	169.1
1965	168.3	173.9	172.9	178.6
1966	175.5	181.8	180.4	183.9
1967	179.2	187.0	183.2	186.6
1968	183.5	192.2	187.4	191.4
1969	188.5	196.3	189.9	191.4
1970	186.9	194.8	191.2	197.3
1971	192.1	209.7	204.5	211.4
1972	208.9	229.7	224.3	228.6
1973	221.0	237.1	229.5	235.5
1974	228.8	252.2	247.1	260.4

TABLE III

Monthly Money Base Data for Belgium - Only Central Bank Money Included
(last Monday of each month, in b. of B.F. and adjusted for required reserves)*

	1972	1973	1974	1975
J	199.2	214.3	227.9	246.1
F	197.0	215.9	228.1	247.7
M	201.4	216.4	230.2	257.5
A	208.0	224.5	239.3	
M	208.5	226.9	246.9	
Jn	215.4	230.6	244.3	
Jl	218.2	233.6	244.7	
A	210.0	227.1	243.1	
S	214.0	227.5	246.0	
O	213.8	227.8	240.4	
N	208.9	225.2	240.7	
D	225.5	239.7	255.7	

* Weekly data available on request.