



De brief van dr. Zijlstra

DRS. R. A. R. VAN DEN BOSCH*

Inleiding

Vorige maand maakte De Nederlandse Bank (DNB) bekend dat de kredietrestrictie in 1981 wordt voortgezet. Medio januari werd de briefwisseling vrijgegeven die in december had plaatsgevonden tussen de president van DNB en de minister van Financiën over de financiële en monetaire ontwikkelingen in ons land. In het onderstaande zal op deze gebeurtenissen nader worden ingegaan.

Monetair beleid

Het monetaire beleid van DNB is gericht op de taak die haar in de Bankwet is opgedragen. Volgens artikel 9 lid 1 dient DNB „de waarde van de Nederlandse geldeenheid te reguleren op zodanige wijze als voor 's lands welvaart het meest dienstig is, en daarbij die waarde zoveel mogelijk te stabiliseren”.

Zoals bekend is het monetaire beleid van DNB sterk gericht op de beïnvloeding van de liquiditeitsgraad van de Nederlandse economie. De liquiditeitsgraad kan worden afgemeten aan de hoogte van de liquiditeitsquote: de liquiditeitsmassa uitgedrukt als percentage van het nationale inkomen. De liquiditeitsmassa kan toenemen door binnenlandse liquiditeitscreatie (van overheid en bankwezen) en kan toe- of afnemen met het saldo in het betalingsverkeer van de niet-monetaire sectoren van de Nederlandse economie met het buitenland.

Een te hoge liquiditeitsgraad brengt gevaar van inflatie met zich, waardoor de „interne” waarde van de gulden afneemt. Het is echter ook mogelijk dat een overmatige binnenlandse liquiditeitscreatie niet in ons land blijft, maar wegvloeit naar het buitenland. Door overmatige binnenlandse creatie zijn de niet-monetaire sectoren in staat méér in het buitenland te besteden dan er aan het buitenland verdiend is, zodat een tekort op de betalingsbalans ontstaat. Een dergelijk negatief saldo in het betalingsverkeer van de niet-monetaire sectoren met het buitenland heeft tot gevolg dat de reserves van de monetaire sectoren afne-

men. Deze bestaan uit de officiële gouden deviezenreserves van DNB en het z.g. netto buitenlands actief van de banken (d.w.z. het saldo van de vorderingen (actief) en de verplichtingen (passief) van de banken op, resp. aan het buitenland). Indien een betalingsbalanstekort zou leiden tot een afname van de officiële reserves kan de „externe” waarde van de gulden op de valutamarkten gemakkelijker onder druk komen.

Gezien de taak van DNB de in- en externe waarde van de gulden veilig te stellen, is het monetaire beleid van DNB er dan ook op gericht de binnenlandse liquiditeitscreatie in de pas te laten lopen met de stijging van het nationale inkomen. Bij een tekort op de betalingsbalans leidt zo'n beleid tot een vermindering van de liquiditeitsgraad van de economie, waardoor het voortduren van het betalingsbalanstekort wordt tegengegaan.

Kredietrestrictie

In het kader van haar beleid t.a.v. de binnenlandse liquiditeitscreatie onderwerpt DNB het bankwezen ook in 1981 aan een directe kredietrestrictie ter beperking van de liquiditeitscreatie door het bankwezen. DNB heeft géén zeggenschap over de creatie door de overheid. Uitgaande van de geraamde groei van het nationale inkomen wordt de toelaatbare binnenlandse liquiditeitscreatie vastgesteld. Nadat de vermoedelijke liquiditeitscreatie van de overheid hierop in mindering is gebracht, resteert de toelaatbare creatie van het bankwezen. De restrictie houdt in dat dit jaar de kredietverlening van de banken met niet meer dan 6% mag toenemen. Onder kredietverlening wordt in de restrictie verstaan de korte en (middel-)lange binnenlandse kredietverlening, verminderd met binnenlandse lange passiva. Korte kredietverlening aan de overheid valt niet onder de restrictie; lange kredietverlening aan de overheid (aankoop obligaties, onderhandse leningen) wel.

De groeicnorm van 6% lijkt een aanzienlijke verscherping t.o.v. 1980, toen de kredietnorm 8% bedroeg. In de prak-

tijk zal dit echter wel meevallen, daar de banken eind 1980 niet hun volledige expansieruimten benut hadden. Deze niet-gebruikte ruimte mag naar 1981 worden overgeheveld, zodat de werkelijke groeicijfers van 1980 en 1981 wel eens omgekeerd zouden kunnen liggen. Bovendien is in 1980 de groei van de bruto kredietverlening sterk teruggelopen en voor dit jaar lijkt een herstel onwaarschijnlijk. Het is daarom niet te verwachten dat de „verscherping” van de kredietrestrictie leidt tot een groter kapitaalmarktberoep van de banken (lange passiva) dan in 1980. Een teruglopend kapitaalmarktberoep ligt meer in de lijn der verwachtingen.

Men kan zich afvragen waarom de restrictie niet is afgeschaft, nu de groei van de bruto kredietverlening zo is afgezwakt, en er een ruimte onder de norm van de kredietrestrictie blijkt te bestaan. Afschaffing zou tot enige rentedaling op de kapitaalmarkt kunnen leiden, hetgeen het bedrijfsleven zeer welkom zou zijn. In de eerder genoemde brief van de president van DNB aan de minister van Financiën wordt echter duidelijk gesteld dat de binnenlandse liquiditeitscreatie de laatste jaren te groot is geweest. Weliswaar door toedoen van de overheid, maar het lijkt in die situatie minder waarschijnlijk dat de president door het afschaffen van de restrictie, risico's zou willen nemen met de liquiditeitscreatie van het bankwezen. Bovendien kan men zich afvragen of DNB wel een renteverlaging in de vorm van het verdwijnen van het rente-écart met het buitenland voor wenselijk houdt. In de brief zegt dr. Zijlstra: „Het behoort tot de verantwoordelijkheid van de monetaire autoriteiten de realiteit van het besparingstekort in de economische verhoudingen tot uitdrukking te doen komen”. Dit betekent dat in verband met het hoge overheidstekort, dat gedeeltelijk via aankopen uit het buitenland van staatsobligaties moet worden gefinancierd, de Nederlandse rente aantrekkelijk moet zijn voor het buitenland. Met andere woorden, het renteniveau ten opzichte van het relevante buitenland kan pas echt omlaag als het financieringstekort van de overheid teruggedrongen wordt.

Overheidsfinanciën

En hier is juist sprake van een „uiterst zorgwekkende” ontwikkeling, die voor de president de aanleiding vormde voor zijn briefwisseling met de minister. Zijlstra constateert dat het financieringstekort van de overheid, in tegenstelling tot alle beleidsvoornemens, stijgt tot een niveau „dat de voor 1980 verwachte om-

*De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro Bank te Amsterdam. Het artikel is geschreven à titre personnel.

vang verre overtreft en waarvan verdere doorwerking in 1981 moet worden geveerd". In de brief worden géén concrete cijfers genoemd, maar uit het derde *Kwartaalbericht* van DNB blijkt waar de president op doelt. Het tekort van de totale overheid bereikte in de 12-maandsperiode, eindigend per september 1980, een recordomvang van 7,3% van het nationale inkomen. Deze tekorten overtroffen daarmee sterk de ramingen in de *Miljoenennota 1981*, waarin voor geheel 1980 een tekort van 6,1% werd voorzien. Het netto kapitaalmarktberoep was in die 12-maandsperiode omvangrijk (4,3%), maar dit kon niet verhinderen dat het niet op de kapitaalmarkt gedekte deel van het tekort opliep tot de recordhoogte van f. 8,5 mrd.

Inmiddels heeft de Agent van het Ministerie van Financiën, drs. Bevers, in een toespraak op 16 januari recentere ramingen voor 1980 gegeven, die wat gunstiger uitvallen. Hij schat weliswaar het financieringstekort ook op ca. 7%, maar gaat uit van een aanmerkelijk groter netto kapitaalmarktberoep, waardoor de liquiditeitscreatie wat geringer kan zijn dan de f. 5,1 mrd. van 1979. Bevers gaf aan dat het netto kapitaalmarktberoep van het rijk alleen al niet minder dan 4,75% van het nationale inkomen bedroeg, een historisch record. Hoogstwaarschijnlijk is met name het beroep op de onderhandse markt in het vierde kwartaal van 1980 zéér sterk toegenomen. Deze cijfers doen echter niets af aan de zorg van DNB. Immers, het tekort van ca. 7% gaat ver uit boven het tot nu toe structureel verantwoord geachte niveau van 4%, en een monetaire financiering van ca. f. 5 mrd. is veel te hoog.

Monetaire gevolgen

De president van DNB stelt in zijn brief dat de liquiditeitscreatie van de overheid „vrijwel gelijk is aan de toelaatbare omvang van de *totale* binnenlandse liquiditeitscreatie". Te zamen met de gereuleerde liquiditeitscreatie van de banken leidt dit tot „een hoogst ernstige overmaat" aan binnenlandse liquiditeits-schepping.

Dr. Zijlstra oordeelt zo zwaar hierover omdat door deze feitelijke ontwikkeling zijn monetair beleid dreigt te worden doorkruist. Zoals eerder is aangegeven kan een te omvangrijke liquiditeitscreatie leiden tot tekorten op de totale rekening van de betalingsbalans, en dit is ook in feite geschied. Gezien de taak van DNB de waarde van de gulden te beschermen, wilde DNB deze betalingsbalanstekorten niet in de officiële reserves

tot uitdrukking laten komen. Daarom werd begin 1980 de regeling inzake het netto buitenlands actief (nba) afgeschaft: de banken mochten in het vervolg per saldo verplichtingen aan het buitenland hebben. De banken konden dus een netto passiefpositie t.o.v. het buitenland opbouwen.

Zoals eerder is aangegeven houdt een betalingsbalanstekort liquiditeitsafvloeiing in. Indien er géén overmatige binnenlandse liquiditeitscreatie zou bestaan, dan zou onder invloed van een dergelijke liquiditeitsafvloeiing de liquiditeitsgraad van de economie teruglopen, waardoor de bestedingen in het buitenland zouden worden teruggedrongen. Er treedt in dat geval een ontwikkeling naar evenwichtsherstel op de betalingsbalans op. Dit proces heeft zich in 1980 echter niet voorgedaan volgens dr. Zijlstra. De oorzaak daarvan is de overmatige monetaire financiering door de overheid waardoor, ondanks het betalingstekort, de feitelijke liquiditeitsgraad niet is teruggedrongen. Door de overmatige monetaire financiering door de overheid komt geen eind aan de monetaire financiering van het betalingsbalanstekort.

Als spiegelbeeld hiervan heeft het betalingsbalanstekort, te zamen met de opheffing van de nba-regeling, geleid tot de opbouw van een netto buitenlands passief van de banken. Deze passiefpositie heeft volgens dr. Zijlstra de banken in staat gesteld om de middelen te verschaffen voor de overmatige monetaire financiering van de overheid (korte-kredietverlening aan de overheid door b.v. aankoop van schatkistpapier). Daarom wordt gesteld dat „aan deze vicieuze wisselwerking tussen monetaire financiering van de overheid en monetaire financiering van het betalingsbalanstekort een einde zal moeten komen".

Maatregelen

Dr. Zijlstra dringt er daarom bij de minister van Financiën op aan de monetaire financiering door de overheid in 1981 te beperken tot niet meer dan f. 3 mrd. Daarom heeft DNB inmiddels een plafondregeling afgekondigd voor de monetaire (= korte) kredietverlening van de banken aan de lagere overheid. In samenhang met door de centrale overheid te nemen maatregelen (b.v. verlaging van de kasgeldnorm) zal dit er toe kunnen bijdragen dat de lagere overheid haar financieringstekort verlaagt. Als zij daarnaast haar kapitaalmarktberoep vergroot, kan haar monetaire financiering tot aanvaardbaardere proporties (ca. f. 0,5 mrd.) worden teruggedrongen, aldus DNB. Ook de centrale overheid zal

haar tekort moeten terugdringen en haar kapitaalmarktberoep moeten vergroten ten einde haar monetaire financiering tot ca. f. 2,5 mrd. te beperken.

De korte-kredietverlening aan de overheid is niet onderworpen aan de huidige kredietrestrictie. De president dreigt echter dat dit alleen zo kan blijven als de overmatige monetaire financiering verdwijnt. M.a.w., anders zal ook deze kredietverlening van de banken onder de kredietrestrictie worden gebracht, hetgeen inhoudt dat de banken dan voldoende (additionele) kapitaalmarkt-middelen (lang passief) zullen moeten aantrekken ten einde de overheid kort krediet te kunnen verstrekken. Op deze wijze zou de overmatige liquiditeitscreatie van de overheid gecompenseerd worden door een nog verder afgedwongen teruggang in de liquiditeitscreatie van het bankwezen. De stijging van de lange rente, en de verdere „crowding out" van het bedrijfsleven die dit weer met zich kan brengen, zijn allerminst aantrekkelijk. Zou de regering ter omzeiling van een dergelijke kredietrestrictie rechtstreeks gaan lenen in het buitenland, dan is koersdruk op de gulden te verwachten, hetgeen niet zou sporen met het valutabeleid van DNB. Daarnaast dreigt dr. Zijlstra dat de vrijheid van de banken om een buitenlands passief op te bouwen ook alleen maar kan blijven voortbestaan indien de overmatige monetaire financiering verdwijnt. Opheffing van deze vrijheid zou bij voortdurende betalingsbalanstekorten tot een vermindering van de officiële reserves leiden. De hieruit volgende koersdruk op de gulden zou dan weer tegengegaan moeten worden door een verhoging van het relatieve renteniveau t.o.v. het buitenland, hetgeen eveneens bijzonder onaangenaam zou zijn.

Conclusie

Het financieringstekort van de overheid, en de daarmee gepaard gaande overmatige monetaire financiering, moeten volgens dr. Zijlstra in 1981 worden teruggebracht. Mocht dit niet lukken, dan heeft DNB corrigerende maatregelen in beraad ten einde de vicieuze cirkel tussen monetaire financiering van de overheid en monetaire financiering van het betalingsbalanstekort toch te doorbreken. Deze maatregelen zouden echter voor DNB, voor de overheid en eveneens voor het bankwezen en de particuliere sector bijzonder onaangenaam zijn. Het is hoopgevend dat de president van DNB en de minister van Financiën blijkens zijn antwoord niet van mening verschillen dat een „uiterste inspanning moet worden verricht om aan de huidige uitermate ongunstige ontwikkeling een halt toe te roepen".

R. A. R. van den Bosch