



De monetaire ontwikkeling in het eerste kwartaal van 1984

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

Algemeen

In het *Jaarverslag 1983* toonde De Nederlandsche Bank (DNB) zich verontrust over de snelle stijging van de liquiditeitsquote 1). De president gaf toe dat de overheid voor het grootste deel debet was aan deze ontwikkeling: het omvangrijke financieringstekort leidt indirect tot liquiditeitscreatie bij het bankwezen 2). De binnenlandse liquiditeitscreatie bedroeg in 1983 f. 9,9 mrd., een verdubbeling ten opzichte van 1982. Daarnaast leverde ook het overschot op de totale betalingsbalans een belangrijke bijdrage aan de toeneming van de liquiditeitsmassa (f. 2,9 mrd.). Zoals bekend is DNB bevreesd dat op langere termijn bij een voortgaande sterke stijging van de liquiditeitsquote de inflatie weer gaat aantrekken en/of de koers van de gulden onder druk komt te staan. Een voortgaande snelle monetaire expansie wordt derhalve als bedreigend ervaren en maakt de kans op ingrijpen in de monetaire ontwikkeling waarschijnlijker. Tegen deze achtergrond wordt in het navolgende ingegaan op de monetaire ontwikkeling in het eerste kwartaal van dit jaar.

Overheid

Het rijk heeft dit jaar tot nu toe via zes emissies al een bedrag van f. 17,8 mrd. op de openbare kapitaalmarkt aangetrokken,

tegen f. 22,9 mrd. in het gehele voorafgaande jaar. Daarnaast heeft men tot nu toe f. 4,6 mrd. op de onderhandse markt geleend (1983: f. 8,1 mrd.). Een voor de overheid zeer bevredigende ontwikkeling, die in belangrijke mate is te danken aan het bijzonder grote financieringsoverschot van de particuliere sector. Uit tabel 1 blijkt dat dit overschot in de laatste jaren sterk is toegenomen, vooral bij de institutionele beleggers, maar ook bij de bedrijven. De sterk toegenomen overschotten van de pensioenfondsen en levensverzekeringmaatschappijen zijn hoofdzakelijk te danken aan de hoge rentestanden in de afgelopen jaren, waardoor de rente-inkomsten uit beleggingen sterk zijn gestegen. De ontwikkeling bij de bedrijven vindt zijn oorsprong in de sterk teruggelopen investeringen en het op gang gekomen winstherstel dat tot een verbetering van de „cash flow” heeft geleid. Deze omvangrijke overschotten van de particuliere sector hebben niet alleen tot een sterk toegenomen liquiditeitsbezit geleid, maar tevens tot een sterk toenemend aanbod op de binnen- en buitenlandse kapitaalmarkten. Op deze wijze is de overheid er toch in geslaagd haar sterk gestegen tekort in 1983 volledig op de kapitaalmarkt te financieren. Tabel 2 illustreert nog eens specifiek op welke wijze het financieringsoverschot van de sector gezinnen en bedrijven monetair is aangewend.

Blijkens het grote bedrag dat de overheid in het eerste kwartaal van dit jaar al

op de kapitaalmarkt heeft kunnen lenen, gaat deze ontwikkeling nog onverminderd verder. Ook het Centraal Planbureau verwacht dat dit jaar het financieringsoverschot van de particuliere sector verder zal toenemen (van f. 38,9 mrd. tot f. 41,6 mrd.) 3). Dit op grond van o.a. een voortgaand winstherstel van bedrijven en een verdere stijging van de rentebaten van de institutionele beleggers. Dank zij het grote kapitaalmarktberoep heeft de overheid in het eerste kwartaal een directe liquiditeitsvernietiging veroorzaakt (- f. 7,8 mrd. seizoenwinst, zie tabel 3) die aanzienlijk uitging boven de overeenkomstige ontwikkeling in het eerste kwartaal van 1983. Ongetwijfeld een gunstige monetaire ontwikkeling, maar er mag niet worden verwacht dat ook alle volgende kwartalen een dergelijke liquiditeitsvernietiging te zien zullen geven. De overheid zal tevreden zijn als de tekortfinanciering voor het gehele jaar niet tot liquiditeitscreatie zal leiden. Er is derhalve in de tweede helft van dit jaar een betrekkelijk gematigd overheidsberoep op de kapitaalmarkt te verwachten, hetgeen een gunstige invloed op de rente-ontwikkeling kan uitoeven.

Uit de recent gepubliceerde Voorjaarsnota blijkt dat het financieringstekort van het rijk dit jaar naar verwachting 1,4% lager zal uitvallen dan destijds in de Miljoenennota werd verwacht. Dit kan het gevolg zijn van de „koninklijke weg” die door dr. Duisenberg is bepleit om „de groeiende monetaire dreiging in te dammen” 4). Deze ontwikkeling betekent evenwel dat ten opzichte van 1983 het tekort van het rijk nog gelijk blijft: 9,1% van het netto nationaal inkomen (nni). Inclusief debudgettering is er ten opzichte van 1983 sprake van een daling met 0,8 procentpunt tot 9,5% van het nni. De ten opzichte van de Miljoenennota meevallende ontwikkeling is volledig te danken aan de hogere ontvangsten; de uitgaven stijgen toch iets sterker dan verwacht. De hogere ontvangsten van f. 4,4 mrd. zijn voor een belangrijk deel te danken aan de gunstiger economische ontwikkeling en de hoge dollarkoers. Hierdoor stijgen de totale aardgasopbrengsten bijna f. 1,4 mrd. meer dan aanvankelijk verwacht. Daarnaast zijn de winstafdrachten van DNB, PTT en RPS ca. f. 1,3 mrd. hoger dan geraamd. De belastingen ten bate van de rijksbegroting vallen ongeveer f. 1,2 mrd. mee, o.a. door meevallende opbrengsten uit hoofde van

* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro-bank. Het artikel is geschreven à titre personnel.

1) De liquiditeitsmassa in procenten van het netto nationaal inkomen bedroeg in 1982 38,6 en in 1983 41,0.

2) Zie voor een nadere toelichting: R.Th.V.M. Pouw, Indirecte monetaire financiering door de overheid, *ESB*, 23 februari 1983.

3) *Centraal Economisch Plan 1984*, blz. 157 en 158.

4) De Nederlandsche Bank, *Jaarverslag 1983*, blz. 27. De koninklijke weg houdt in het terugbrengen van het financieringstekort van de overheid en neutrale financiering van dat tekort.

Tabel 1. Financieringsoverschot van de particuliere sector, exclusief banken, in mrd. gld. (kasbasis)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Particuliere sector, totaal	8,4	12,8	28,6	33,7	38,9	41,6
Institutionele beleggers	18,7	23,0	23,9	26,3	32,5	34,0
Bedrijven en gezinnen (waarvan bedrijven exclusief woningbezit)	-10,3	-10,2	4,7	7,4	6,4	7,6
	(-3,6)	(-3,3)	(7,5)	(8,9)	(10,1)	(13,7)

Bron: Centraal Economisch Plan 1984.

Tabel 2. Balansmutatierekening bedrijven en gezinnen, in mrd. gld. a)

	1979	1980	1981	1982	1983
Toename activa					
- liquiditeiten	8,1	4,3	4,4	9,7	12,0
(waarvan oneigenlijk spaargeld)	(0,1)	(0,5)	(-0,9)	(0,7)	(0,9)
- spaargelden bij banken b)	11,9	6,6	9,9	2,3	-0,9
- spaargelden bij spaarbanken	2,3	2,2	2,6	4,2	1,5
- aanbod kapitaalmarkt	-0,4	2,1	3,2	5,1	5,7
- rechtstreeks kapitaalverkeer met het buitenland (netto c)	2,1	1,9	3,0	2,4	2,2
Toename passiva					
- kort bankkrediet	9,6	5,4	1,5	0,5	2,3
- beroep kapitaalmarkt (waarvan hypothecaire leningen)	24,7	21,9	16,9	15,7	11,8
	(17,8)	(15,2)	(6,4)	(2,1)	(4,7)

Bron: CEP 1984.

a) De toename van de activa minus de toename van de passiva is gelijk aan het financieringsoverschot van de bedrijven en gezinnen.

b) Eigenlijk spaargeld, lange deposito's en spaarbewijzen aan toonder.

c) Inclusief handelskrediet.

Tabel 3. Oorzaken veranderingen binnenlandse liquiditeitsmassa, seizoenvrij, in mln. gld.

	1983	1983 1e kwartaal	1983 4e kwartaal	1983 1e kwartaal
Liquiditeitscreatie ten behoeve van de overheid	-750	-2.700	4.450	-7.800
Kort krediet private sector	1.950	2.550	-1.150	3.050
Netto lang bedrijf bankwezen	10.700	8.200	-1.950	1.050
Diversen	-1.950	-1.350	600	-1.600
Binnenlandse liquiditeitscreatie	9.950	6.700	1.950	-5.300
Nationaal liquiditeitsoverschot	2.580	-100	50	5.350
Toeneming liquiditeitsmassa	12.800	6.600	2.000	50
Idem in procenten	10	20,8	5,8	0,1

Bron: De Nederlandsche Bank.

Tabel 4. Monetair bedrijf van de geldscheppende instellingen, in mln. gld.

	Stand maart 1984	Procentuele mutaties		
		1982	1983	1984 I a)
1. Bankkrediet aan de private sector waarvan:	226.200	3	4	6
waarvan:				
- kort	87.970	3	1	13
- middellang	138.230	3	6	2
waarvan: ● effecten en deelnemingen	8.660	12	37	12
● onderhandse leningen	41.820	4	6	-1
● hypothecaire leningen	86.850	2	3	4
2. Lange uitzettingen bij de overheid	34.830	42	26	41
waarvan:				
- rijk	23.440	65	47	66
- lagere overheid	11.390	21	2	-3
3. Bruto geldscheppend bedrijf (1 + 2)	261.030	6	6	11
4. Lange passiva	157.940	3	2	10
waarvan:				
- eigenlijk spaargeld	87.370	2	-2	11
- overige lange middelen	70.560	3	6	8
5. Netto geldscheppend bedrijf (3 - 4)	103.090	12	14	12

a) Op jaarbasis, niet seizoenvrij.

de omzet- en vennootschapsbelasting. Uit deze in de Voorjaarsnota geschetste ontwikkelingen is niet duidelijk te destilleren in hoeverre sprake is van een structurele verbetering. Niet ontkend kan worden dat de positieve effecten van de hoge dollar-coers een onzeker element vormen. De conjuncturele impulsen hebben ook in belangrijke mate aan de verbetering bijgedragen. Gezien de betrekkelijk gunstige economische groeivoorzichten voor 1985, mag worden verwacht dat ook in 1985 conjuncturele factoren een positieve invloed zullen hebben op de begrotingscijfers.

Erkend moet evenwel worden dat de in de Miljoenennota voorgestelde structurele ombuigingen in de uitgavensfeer van ca. f. 10 mrd. niet volledig worden gerealiseerd: ca. f. 8 mrd. of ca. f. 9 mrd. indien men een aantal alternatieve maatregelen als „besparingen” wil aanmerken. Met name op het terrein van de sociale zekerheid en de volksgezondheid worden voorgenomen besparingen niet volledig gerealiseerd. Bezuinigingen op dit terrein zijn problematisch, leert de ervaring. In de periode 1977 t/m 1983 bedroeg het totaal van de ombuigingsvoorstellen ca. f. 22 mrd., maar in dat laatste jaar was daarvan niet meer dan ongeveer f. 14 mrd. gerealiseerd (5). Het gaat hier om een zeer delicate problematiek, die het hart raakt van ons sociaal-economisch denken. Het huidige kabinet heeft duidelijk gemaakt tot wijzigingen te willen komen in het stelsel van sociale zekerheid, maar de SER bleek onlangs weer zeer verdeeld over deze kwestie te oordelen. Los van alle andere overwegingen kan men wel stellen dat op zich een herziening van het stelsel een belangrijke bijdrage kan leveren aan het terugdringen van de collectieve uitgaven en de regering lijkt hiertoe vast besloten. Het zal daarom voor het bewandelen van de „koninklijke weg” van groot belang zijn of men hier ook op enigerlei wijze in kan slagen. Hoopgevend is in ieder geval dat op grond van de conjuncturele ontwikkeling een verdere reductie van het overheidstekort mag worden verwacht. Terugkerend naar het lopende jaar kan worden geconcludeerd dat op grond van de geringere omvang van de financieringsbehoefte van het rijk en de al gerealiseerde dekking in de eerste helft van dit jaar, nog maar ca. f. 11 mrd. op de openbare en onderhandse kapitaalmarkt hoeft te worden aangetrokken.

Bankwezen

Het bankwezen heeft in het eerste kwartaal weer in belangrijke mate bijgedragen aan de financiering van het overheidstekort (zie tabel 4). Op jaarbasis nam de lange-kredietverlening aan de overheid in deze periode maar liefst met 41% toe tot f. 34,8 mrd. (obligaties en onderhandse leningen te zamen) 6). De kredietverlening

5) Sociaal-economisch beleid op middellange termijn 1984-1987, SER-advies, blz. 90 en 91.

6) Niet gecorrigeerd voor seizoen.

aan de private sector steeg op jaarbasis met 6%, hetgeen een kleine versnelling ten opzichte van 1983 indiceert. Deze versnelling doet zich uitsluitend in de korte-kredietverlening voor, hetgeen wellicht mede het gevolg is van een omslag in de voorraadvorming onder invloed van het conjunctuureel herstel. In de middellange sfeer was nauwelijks van enige groei sprake; hierin valt dus nog geen voorteken van een krachtig herstel van de investeringen te zien. De totale kredietverlening van de geldschepende instellingen groeide op grond van deze ontwikkelingen in het eerste kwartaal krachtig met 11% op jaarbasis. Toch was de procentuele toeneming van het netto geldschepend bedrijf van de banken (liquiditeitscreatie) kleiner dan in 1983. Deze gunstige monetaire ontwikkeling is veroorzaakt door de krachtige expansie van de lange passiva tot 10% op jaarbasis. Hierbij was vooral van belang dat het eigenlijk spaargeld – na een absolute daling in het vorig jaar – weer een sterke toename vertoonde. Maar ook bij de overige lange passiva was er sprake van een sterkere groei.

De monetaire ontwikkeling in het eerste kwartaal wijkt hierdoor aanmerkelijk af van 1983 (zie tabel 3). In dat jaar was sprake van een forse binnenlandse liquiditeitscreatie als gevolg van de krachtige groei van het netto lang bedrijf van het bankwezen (lange-kredietverlening minus lange passiva). In het eerste kwartaal van dit jaar is, ondanks de wat aantrekkende korte-kredietverlening, de monetaire expansie van het bankwezen sterk teruggefallen. Dank zij deze ontwikkeling, en de omvangrijke liquiditeitsvernietiging door de overheid, is in het eerste kwartaal van dit jaar een aanzienlijke binnenlandse liquiditeitsvernietiging opgetreden, waar in het eerste kwartaal van 1983 nog sprake was van een omvangrijke binnenlandse creatie. Men mag echter op grond van deze ontwikkeling niet zonder meer concluderen dat de liquiditeitscreatie van de banken in het gehele lopende jaar zo beperkt zal blijven. Er is wel reden tot enig voorzichtig optimisme. De betrekkelijk geringe resterende financieringsbehoefte van de overheid zal de groei van de kredietverlening aan de overheid in de tweede helft van dit jaar doen afremmen. De middellange kredietverlening aan het bedrijfsleven zal waarschijnlijk geen krachtige opleving vertonen. Daarvoor is het investeringsherstel niet krachtig genoeg, is het bedrijfsleven te liquide en is het bankwezen te voorzichtig. De korte-kredietverlening aan de private sector zal, ondanks voorraadopbouw en economische opleving, toch over het gehele jaar geen groei van 13% kunnen volhouden. Dit beeld impliceert dat de totale brutokredietverlening weliswaar wat sterker zal kunnen groeien dan in 1983, maar aanzienlijk minder dan de 11% uit het eerste kwartaal. Indien de groei van de lange passiva inderdaad kan worden vastgehouden, hetgeen bij afwezigheid van een hausse op de effectenbeurs niet onwaarschijnlijk is, zou de monetaire expansie van het bankwezen dit jaar inderdaad wel eens kunnen afzakken ten opzichte van 1983.

Buitenland

Ondanks de binnenlandse liquiditeitsvernietiging in het eerste kwartaal nam de liquiditeitsmassa toch, zij het in zeer beperkte mate, toe. Dit was het gevolg van een omvangrijke toevoer van liquiditeiten uit het buitenland, véél meer dan in het overeenkomstige kwartaal van het vorige jaar. Deze ontwikkeling was niet eens zozeer het gevolg van mutaties in het omvangrijke overschot op de lopende rekening, maar veeleer van de bij dit overschot sterk tenachterblijvende uitstroming van middelen via het niet-monetaire kapitaalverkeer. Het overschot van de niet-monetaire sectoren nam op deze wijze sterk toe, hetgeen vrijwel geheel neersloeg in het netto buitenlands actief van de banken 7). Dit betekent dat het omvangrijke betalingsbalansoverschot niet of nauwelijks tot een verruiming van de geldmarkt heeft geleid, en daarom ook niet een verdere daling van de geldmarktrente heeft teweeggebracht.

Indien DNB echter het overschot van de niet-monetaire sectoren had laten neerslaan in haar officiële goud- en deviezenreserves (aankoop van buitenlandse deviezen) zou de geldmarkt zijn verruimd, waardoor de condities voor een daling van de korte rente gunstiger zouden zijn geweest. Dat DNB deze mogelijkheid van een rentedaling niet heeft benut kan op het eerste gezicht merkwaardig schijnen, omdat een naar de kapitaalmarkt doorwerkende rentedaling tot een grotere kapitaalexport kan leiden waardoor de omvangrijke toestroom van liquiditeiten uit het buitenland zou afnemen. Het is echter waarschijnlijk dat DNB van deze optie heeft afgezien om valutaire redenen. Een daling van de korte rente in ons land, los van Duitsland, is wellicht als te riskant beoordeeld voor de sterke positie van de gulden in het EMS. Klemmender is wellicht de overweging geweest dat het rente-écart met de VS toch al sterk genoeg toenam. Een nog verdere vergroting zou misschien te riskant zijn geweest voor de gulden, met alle gevaren van dien voor de inflatoire ontwikkeling in ons land. Misschien ontstaan in de toekomst toch weer wat meer mogelijkheden voor een rentedaling. De binnenlandse economische ontwikkeling maakt dit zeker niet onmogelijk en het buitenlandse vertrouwen in ons land is groot. Veel zal echter afhangen van de buitenlandse ontwikkelingen. Hierbij is vooral van belang in hoeverre de Duitse overheid een eventuele verdere vergroting van het rente-écart met de VS en

een eventuele verdere koersstijging van de dollar over zich heen kan laten gaan. De recente verruiming van de beleningsfaciliteiten in Duitsland duidt erop dat de Bundesbank voorlopig nog geen bescherming zoekt achter een hogere rente. Een daling van de rente in ons land wordt op termijn weer wat waarschijnlijker indien de economische groei in de VS zou afzakken onder invloed van het grote tekort op de lopende rekening en een afzakking van de consumptie.

Conclusie

De geldhoeveelheid is na een voortgaande sterke expansie in 1983 vrijwel niet verder toegenomen in het eerste kwartaal van 1984. DNB heeft op grond van deze ontwikkeling dan ook niet restrictief ingegrepen. Men dient zich overigens wel te realiseren dat ook restrictief ingrijpen niet zonder meer tot een gunstiger monetaire ontwikkeling behoeft te leiden. De monetaire expansie van het bankwezen zou weliswaar in dat geval verminderen, maar zolang de omvang van het financieringstekort van de overheid niet vermindert, zou die ontwikkeling tevens tot rentestijging en daardoor tot minder kapitaalexport leiden, hetgeen méér liquiditeitsimport betekent. De koninklijke weg die Duisenberg aangaf is inderdaad de beste weg naar minder ruime liquiditeitsverhoudingen in ons land. De eerste schreden op deze weg lijken inmiddels te zijn gezet. Er tekenen zich verbeteringen af in de omvang van het financieringstekort, en ook voor 1985 lijkt de regering vast te willen houden aan forse verdere ombuigingen in de uitgaven van de collectieve sector. Voorts gaat ook van de hernieuwde groei van de eigenlijke spaargelden bij de banken een gunstige invloed uit op de liquiditeitsontwikkeling. Ook tegen de achtergrond van de nog steeds gunstige inflatievooruitzichten in ons land kan dit proces betekenen dat op dit tijdstip deze koninklijke weg voorlopig nog niet als „te” lang behoeft te worden gezien.

R.A.R. van den Bosch

7) Het netto buitenlands actief bestaat uit Vorderingen van het bankwezen op het buitenland. Een overschot van de niet-monetaire sectoren slaat neer bij de monetaire sectoren in de vorm van officiële goud- en deviezenreserves en/of het netto buitenlands actief.