

De relatie tussen schuldpolitiek en monetaire politiek

DRS. K.P. GOUDSWAARD*

Dat in het regeringsbeleid grote betekenis wordt gehecht aan het verlagen van het financieringstekort is bekend. Dit punt domineert de politieke discussie. De schuldpolitiek, d.w.z. de wijze waarop de overheid gebruik maakt van de verschillende mogelijke financieringsvormen om haar tekorten te dekken, krijgt daarentegen nauwelijks aandacht. Toch is het een interessant en belangrijk onderwerp, vooral vanwege de nauwe verwevenheid van de schuldpolitiek met het monetaire beleid, de inflatie, het „crowding out“-verschijnsel, de rentelasten enz. In dit artikel wordt een aantal kanttekeningen geplaatst bij de schuldpolitiek en de monetaire politiek in Nederland sinds de jaren zeventig. De auteur constateert dat de schuldpolitiek vooral was gericht op het beperken van de directe monetaire financiering en dus in zekere zin ondergeschikt was aan het monetaire beleid. Hierdoor is echter de indirecte monetaire financiering toegenomen, hetgeen een aantal nadelige gevolgen had voor de „crowding out“, de rentelasten en de herfinanciering van aflossingen. De auteur pleit dan ook voor een betere afweging tussen de mogelijke financieringsvormen van de overheidsschuld.

1. Inleiding

Het slechte functioneren van de Nederlandse economie, ook internationaal gezien, vereist een voortdurende (her)bezinning op alle onderdelen van de economische politiek. Een in de huidige omstandigheden belangrijk beleidsinstrument is de schuldpolitiek van de overheid, dat wil zeggen het beleid met betrekking tot de samenstelling van de overheidsschuld. Gezien de omvangrijke financieringsbehoefte van de overheid is het van groot belang om in een zodanige mate van de verschillende mogelijke financieringsvormen gebruik te maken dat de schadelijke neveneffecten van de schuldfinanciering geminimaliseerd worden. In dit artikel zal het beleid met betrekking tot de financieringswijzen van het tekort van de overheid onder de loep genomen worden. De aandacht zal in het bijzonder uitgaan naar die financieringswijzen die tot liquiditeitscreatie leiden.

De schuldpolitiek is sterk afgestemd op het monetaire beleid. De financiering van het tekort vindt zo veel mogelijk „monetair neutraal“ plaats en de directe monetaire financiering is recent ondanks de toegenomen financieringsbehoefte drastisch beperkt. Indirect is de liquiditeitscreatie ten behoeve van de overheid evenwel sterk gestegen, met name via lange-kredietverlening door de banken 1). In dit verband komt de vraag aan de orde of het beleid met betrekking tot de monetaire financiering niet zou moeten worden heroverwogen.

In paragraaf 2 wordt een overzicht gegeven van de liquiditeitscreatie ten behoeve van de overheid alsmede van het beleid met betrekking tot de monetaire financiering. In paragraaf 3 wordt een vergelijking gemaakt tussen de onderscheiden financieringsvormen op basis van doelstellingen van schuldpolitiek en beschikbaar instrumentarium. In paragraaf 4 volgt een slotbeschouwing.

2. Monetaire financiering en monetaire politiek

Directe monetaire financiering

Onder directe monetaire financiering wordt verstaan een toename van de netto vlottende schuld van rijk en lagere overheid. De belangrijkste vormen van directe monetaire financiering zijn

de plaatsing van schatkistpapier (schuldtitels met een looptijd tot 5 jaren) door het rijk bij het particuliere bankwezen en intening op het schatkistsaldo bij De Nederlandsche Bank (DNB).

De omvang van de monetaire financiering vanaf 1965 wordt weergegeven in tabel 1.

Tabel 1. Monetaire financiering in miljarden guldens, in procenten van de liquiditeitsmassa (lm) aan het begin van het jaar en in procenten van de jaarlijkse groei van de lm

Jaar	Rijk in mrd. gld.	Lagere overheid in mrd. gld.	Totaal in mrd. gld.	Totaal in procenten van lm	Totaal in procenten van de groei van lm
1965	0,40	0,20	0,60	2,7	32
1970	-0,55	1,20	0,65	1,9	17
1971	-0,50	0,10	-0,40	-0,1	-13
1972	-2,10	-1,30	-3,40	-8,1	-69
1973	-2,25	0,80	-1,45	-3,1	-14
1974	-1,35	0,25	-1,10	-1,9	-10
1975	2,05	0,15	2,20	3,2	56
1976	2,40	0,30	2,70	3,7	16
1977	1,30	0,25	1,55	1,7	47
1978	1,50	1,85	3,35	3,6	86
1979	4,20	0,80	5,00	5,2	69
1980	1,85	3,05	4,90	4,8	124
1981	1,85	-0,70	1,15	1,1	20
1982	0,95	-3,35	-2,40	-2,1	-26
1982 III - 1983 II	-0,55	-2,45	-3,00	-2,4	-19

Bron: DNB, diverse jaarverslagen en *Kwartalbericht*, september 1983.

* De auteur is wetenschappelijk medewerker openbare financiën aan de Rijksuniversiteit te Leiden. Hij dankt prof. drs. V. Halberstadt en prof. dr. W. Eizenga voor hun waardevolle commentaar bij een eerdere versie van dit artikel.

1) Het onderscheid tussen directe en indirecte monetaire financiering door de overheid is afkomstig van Pouw. Zie R.Th.V.M. Pouw, *Indirecte monetaire financiering door de overheid*, *ESB*, 23 februari 1983, blz. 185-187.

In het begin van de jaren zeventig is er overwegend sprake geweest van liquiditeitsvernietiging door de overheid, met name door het rijk. In de tweede helft van de jaren zeventig nam de monetaire financiering evenwel sterk toe. Van 1975 t/m 1980 bedroeg de liquiditeitscreatie ten behoeve van de overheid gemiddeld 66% van de totale jaarlijkse liquiditeitscreatie. In 1981 nam de monetaire financiering af, terwijl er in 1982 en het eerste kwartaal van 1983 zelfs in belangrijke mate liquiditeitsvernietiging door de overheid plaatsvond. In het tweede kwartaal is de monetaire financiering weer gestegen maar dit betreft een vermoedelijk tijdelijke ontwikkeling 2).

Het beleid van de monetaire autoriteiten is steeds in beginsel gericht geweest op een „neutrale” financiering van het begrotingstekort, dat wil zeggen zonder (directe) liquiditeitscreatie. Aangezien aan deze doelstelling meer dan voldaan werd gedurende de eerste helft van de jaren zeventig speelde de monetaire financiering geen belangrijke rol in het kader van het monetair beleid.

In 1976 vond er evenwel mede vanwege de toenemende monetaire financiering een belangrijke wijziging plaats in het monetaire beleid. Onder druk van de gestegen liquiditeitsquote werd het systeem van directe kredietrestrictie dat van 1961 tot 1972 reeds gefunctioneerd had, opnieuw ingevoerd 3). Bij de bepaling van de kredietnorm werd de te verwachten monetaire financiering afgetrokken van de aanvaardbaar geachte binnenlandse liquiditeitscreatie, waarna de ruimte voor de expansie van het netto geldscheppend bedrijf resulteerde. De omvang van de monetaire financiering diende, aldus DNB, in dit verband als reken-grootheid en niet als taakstelling te worden gezien 4).

De opstelling van DNB werd actiever toen de President in december 1980 een „brandbrief” schreef aan de minister van Financiën, waarin hij er op aandringt de op dat moment nog sterk groeiende monetaire financiering te beperken tot f. 3 mrd. in 1981 5). De liquiditeitscreatie ten behoeve van de overheid bedroeg, aldus de brief, in 1980 bijna 100 procent van de totale toelaatbaar geachte binnenlandse liquiditeitscreatie. Ten gevolge van de omvangrijke binnenlandse liquiditeitscreatie zou het op dat moment aanwezige tekort op de betalingsbalans gecontinueerd worden, terwijl, in de visie van DNB, evenwichtsherstel zou moeten optreden door liquiditeitsverkrapping.

In 1981 is de monetaire financiering als uitvloeisel van afspraken tussen DNB en de minister van Financiën inderdaad zeer beperkt gebleven. In november 1981 kondigde de minister van Financiën in overleg met DNB aan de monetaire financiering voor 1982 te beperken en in 1983 zelfs te elimineren 6).

In 1982 heeft de overheid bij een overigens zeer ruime liquiditeitscreatie liquiditeiten vernietigd. Merkwaardigerwijze blijft DNB echter ook in deze situatie een sterk belang hechten aan de monetaire financiering, getuige het volgende citaat uit het jaarverslag over 1982: „...De Bank kon bij haar beleidsbepaling in aanmerking nemen dat het financieringsgedrag van de overheid – het eerst in aanmerking komende monetaire instrument in een economische situatie als de huidige – in 1983 uitdrukkelijk op het bereik van een monetair-neutrale uitkomst zal zijn gericht” 7).

De monetaire verruiming in 1982 werd mede veroorzaakt door liquiditeitstoevoer uit het buitenland in verband met het overschot op de betalingsbalans. In dit verband heeft de minister van Financiën in antwoord op Kamervragen een relatie gelegd tussen het huidige nationale liquiditeitsoverschot en de aanvaardbare omvang van de monetaire financiering: „... ten einde te voorkomen dat de inflatieverwachtingen weer opleven en/of het vertrouwen in de gulden wordt ondermijnd... zal bij de grote liquiditeitstoevoer uit het buitenland de overheid moeten waken voor eigen liquiditeitscreatie van betekende omvang” 8).

Een dergelijke handelswijze zou evenwel een inconsequent monetair beleid impliceren. In overeenstemming met de eerder genoemde stellingname van DNB in 1980 zouden de ruimere liquiditeitsverhoudingen ten gevolge van het overschot op de betalingsbalans binnenlands moeten doorwerken ten einde het evenwichtsherstel van de betalingsbalans te bevorderen. Het monetaire beleid kan niet op de binnenlandse liquiditeitscreatie gericht worden in het geval van een tekort op de betalingsbalans en op de totale liquiditeitscreatie bij een overschot op de betalingsbalans. Dat neemt vanzelfsprekend niet weg dat de omvang

van de monetaire financiering dient te worden afgestemd op de overige liquiditeitscreatie in de economie. In dit verband is met name de relatie met de overige vormen van monetaire schuldfinanciering door de overheid van belang.

Indirecte monetaire financiering

Overheidsuitgaven gefinancierd door middel van de plaatsing van obligaties of onderhandse leningen bij geldscheppende banken leiden *ceteris paribus*, evenals de plaatsing van schatkistpapier, tot liquiditeitscreatie. De lange activa van het bankwezen nemen toe ten opzichte van de lange passiva, hetgeen door DNB als liquiditeitscreatie uit hoofde van het netto lang bedrijf gereistreerd wordt.

Het kwantitatieve belang van deze wijze van tekortfinanciering is gedurende de jaren zeventig, met uitzondering van 1971 en 1972, betrekkelijk gering geweest, zoals geïllustreerd wordt in tabel 2.

Tabel 2. Lange-kredietverlening door geldscheppende instellingen aan de overheid (mutatie overheidsschuld), in mrd. gld.

Jaar	Gevestigde overheidsschuld bij geldscheppende instellingen	Mutatie gevestigde schuld
1965	4,70	0,60
1970	6,90	0,25
1971	8,35	1,45
1972	11,10	2,75
1973	11,15	0,05
1974	11,60	0,45
1975	12,40	0,80
1976	13,65	1,25
1977	13,40	-0,25
1978	14,10	0,70
1979	15,25	1,15
1980	14,65	-0,60
1981	17,60	2,95
1982	25,00	7,40
1982 III-1983 II	30,00	8,85

Bron: DNB, diverse jaarverslagen en *Kwartalbericht*, september 1983.

Van 1972 t/m 1980 nam de omvang van het bezit aan lange overheidsschuld van het bankwezen slechts toe met f. 3,5 mrd. vergeleken met een totale groei van de vaste overheidsschuld van f. 66 mrd. over die periode 9). Na 1980 begint de lange-kredietverlening aan de overheid sterk toe te nemen. Dat is niet verwonderlijk in het licht van de sterke afname van andere beleggingsmogelijkheden voor de banken enerzijds en de snelle groei van het financieringstekort anderzijds. Er is echter tevens sprake van een sterke relatieve toename van het gedeelte van nieuwe overheidsschuld dat bij het bankwezen wordt geplaatst.

Het uiteindelijke monetaire effect van deze vorm van schuldfinanciering hangt af van de ontwikkeling van de passiva van de banken. Er treedt geen liquiditeitscreatie op voor zover de ban-

2) Zie De Nederlandse Bank, *Kwartalbericht*, september 1983, blz. 8.

3) In het kader van het directe kredietbeheersingssysteem werden normen gesteld ten aanzien van het netto geldscheppend bedrijf, dat wil zeggen niet voor kredietverleningen voor zover gefinancierd door middel van aangetrokken lange middelen. Bij de bepaling van de kredietnorm werd eerst de te verwachten stijging van het nominaal nationaal inkomen bepaald. Op basis hiervan werd, in overeenstemming met het beleid ten aanzien van de verlaging van de liquiditeitsquote alsmede eventuele conjuncturele overwegingen, de aanvaardbare groei van de liquiditeitsmassa uit hoofde van binnenlandse liquiditeitscreatie bepaald. Voorts werd uitgegaan van een evenwichtige ontwikkeling van de betalingsbalans vanuit de gedachtegang dat onevenwichtigheden van de betalingsbalans niet monetair gecompenseerd dienden te worden.

4) Zie De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 20.

5) Tweede Kamer, zitting 1980-1981, 16 583, nr. 1.

6) Tweede Kamer, zitting 1981-1982, 17 100, nr. 14.

7) Zie De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1982*, blz. 73.

8) Tweede Kamer, zitting 1982-1983, 17 600, nr. 3, blz. 19.

9) De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1982*, Statistische bijlage, blz. 25.

ken de kredietverlening financieren door middel van het aantrekken van additionele lange middelen. Dit is echter recent niet het geval geweest. De aanwas van de lange passiva is vanaf 1982 sterk teruggelopen, onder meer doordat particulieren in ruime mate spaargelden in overheidsobligaties belegden. Per saldo is dus vanaf 1982 sprake van een omvangrijke liquiditeitscreatie als gevolg van lange-kredietverlening door de banken aan de overheid. De exacte omvang van de liquiditeitscreatie is echter niet vast te stellen. Daarnaast verlenen de banken overigens in toenemende mate korte kredieten aan institutionele beleggers die voorfinanciering plegen voor de aankoop van staatsobligaties. Ook niet-monetaire schuldfinanciering kan dus liquiditeitscreatie tot gevolg hebben.

De kredietverlening aan de particuliere sector en dus de uiteindelijke liquiditeitscreatie kan echter als gevolg van lange-kredietverlening aan de overheid verminderd worden, afhankelijk van de balansverhoudingen en het monetair regime (10). In het kader van het directe kredietbeheersingssysteem, waarbij de lange-kredietverlening aan de overheid onder de kredietnorm valt, leidt bij voorbeeld deze vorm van indirecte monetaire financiering voor zover de norm effectief is (dat wil zeggen voor zover de totale kredietverlening de norm dreigt te overtreffen) tot een vermindering van de overige liquiditeitscreatie uit hoofde van het lang geldscheppend bedrijf.

In dit verband verdient voorts nog vermelding dat kredietverlening aan de overheid voor de banken mede relatief aantrekkelijk is in verband met de solvabiliteits- en liquiditeitsrichtlijnen van DNB in het kader van het bedrijfseconomisch toezicht (11). Ten aanzien van de lange kredietverlening aan de overheid worden geen solvabiliteits-eisen gesteld, dat wil zeggen er behoeft geen eigen vermogen tegenover te staan, in verband met de veronderstelde afwezigheid van risico bij deze uitzettingen. Daarnaast worden in het kader van de herziene Wet toezicht kredietwezen vanaf 1 maart 1977 vaste voorschotten aan de overheid met een resterende looptijd korter dan 3 maanden tot de aanwezige liquiditeiten gerekend, waardoor gemakkelijker aan de liquiditeitsverplichtingen kan worden voldaan (12).

In het kader van het monetair beleid worden geen specifieke belemmeringen gesteld aan de lange kredietverlening aan de overheid. Dit verklaart, te zamen met de relatieve aantrekkelijkheid en de ruime beschikbaarheid van overheidspapier alsmede het gebrek aan alternatieven, de gesignaleerde explosieve ontwikkeling van deze vorm van monetaire financiering.

Aankoop door niet-ingezetenen van Nederlandse staatsobligaties leidt rechtstreeks tot liquiditeitscreatie (13). De jaarlijkse omvang van deze vorm van monetaire financiering kan pas bepaald worden vanaf 1979 aangezien er toen een aparte code voor overheidsobligaties werd ingevoerd bij de betalingsbalansregistratie. Tabel 3 toont dat de netto verkoop van overheidsobligaties aan buitenlandse beleggers vanaf 1979 een belangrijke rol speelt in de liquiditeitscreatie. Vóór 1979 was de jaarlijkse netto verkoop aan het buitenland beperkt aangezien ultimo 1978 de totale staatsschuld in buitenlandse handen slechts circa f. 6,1 mrd. bedroeg (14).

Tabel 3. Verkoop van overheidsobligaties naar het buitenland in miljarden gulden, in procenten van de liquiditeitsmassa (lm) en in procenten van de groei van lm

Jaar	Netto verkoop in mrd. gld.	Netto verkoop in procenten van lm	Netto verkoop in procenten van de groei van lm
1979	0,6	0,6	8
1980	1,6	1,6	41
1981	2,8	2,6	50
1982	2,9	2,6	27
1982 III-1983 II	2,1	1,7	14

Bron: DNB, *Verslag over het jaar 1982*, blz. 65; idem, *Kwartalbericht*, september 1983, blz. 7.

Het gevoerde „kleine” monetaire beleid dat gericht is op stabilisatie van de wisselkoers heeft de aankoop van overheidsobligaties door buitenlanders ondersteund. De combinatie van rente en wisselkoers alsmede de verwachtingen te dien aanzien zijn be-

palend voor de relatieve aantrekkelijkheid van belegging in Nederland. In dit verband heeft het handhaven van een „sterke” gulden in belangrijke mate bijgedragen aan de groei van de buitenlandse beleggingen in staatsschuld. Een en ander moge tevens blijken uit de geringe buitenlandse belangstelling voor de eerste twee staatsleningen nadat op 21 maart 1983 de pariteit van de gulden met de Duitse mark doorbroken was.

Gesteld kan worden dat de totale liquiditeitscreatie ten behoeve van de overheid – hoewel niet exact vast te stellen – op grond van het bovenstaande de laatste jaren fors gestegen is. Hierdoor werd in belangrijke mate bijgedragen aan de feitelijke stijging van de liquiditeitsquote van bij voorbeeld 36,7% in 1976 bij de invoering van de kredietrestrictie naar een historisch gezien uniek peil van 40,8% in het eerste half jaar van 1983 (15). Deze stijging van de liquiditeitsquote kan wenselijk worden geacht in het licht van de conjuncturele omstandigheden, het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans, de gematigde (loon)kostenontwikkeling en de lage inflatie. Een verdere uitbreiding van de liquiditeitscreatie ten behoeve van de overheid lijkt in deze omstandigheden echter niet verantwoord. Wel kan bezien worden of er – ook op langere termijn – geen verschuiving van indirecte naar directe monetaire financiering plaats zou moeten vinden.

3. Monetaire financiering en schuldpolitiek

De verschillende monetaire-financieringsvormen kunnen vergeleken worden op basis van een aantal algemene doelstellingen van de schuldpolitiek (16). In dit verband willen we de volgende doelstellingen onderscheiden:

- het minimaliseren van „crowding out”-effecten;
- het minimaliseren van budgettaire kosten;
- het bevorderen van een evenwichtige samenstelling en een soepele herfinanciering van de uitstaande overheidsschuld.

De financiering van de particuliere sector

Bij een directe monetaire financiering door de overheid door middel van de plaatsing van schatkistpapier vindt geen rechtstreekse beperking van de financieringsmogelijkheden voor de particuliere sector plaats. Door de aankoop van schatkistpapier vermeerderd het bezit aan secundaire liquiditeiten van de banken, tegenover hetwelk weer andere kredieten verleend kunnen worden. Lange kredietverlening aan de overheid zal echter gezien onder meer liquiditeitsvoorschriften in beginsel wel een dergelijke beperking kunnen impliceren. Onder het regime van directe kredietbeheersing treedt zelfs een rechtstreekse verdringing van de particuliere sector op. Het bankwezen dient in dat geval in feite te beslissen welk gedeelte van de toegestane kredietverlening naar de overheid en welk gedeelte naar de particuliere sector gaat (17). Gezien de (noodgedwongen) gunstige leningcondities en het vrijwel risicoloze karakter van beleggingen in overheidspapier zal bij een reactivering van de kredietrestrictie de keuze nogal eens in het voordeel van de overheid uitvallen.

Ten aanzien van de „crowding out” via prijsvorming kan

10) Vgl. OECD, *Budget financing and monetary control*, Parijs, 1982, blz. 15 e.v.

11) Hierop werd reeds gewezen door Pouw, op.cit., blz. 185.

12) Zie De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1977*, blz. 139.

13) Er treedt een uitzondering op wanneer aankopen door niet-ingezetenen van gulden ter belegging in staatsschuld tot een vermindering van de binnenlandse liquiditeitsmassa leiden. Zie OECD, op.cit., blz. 16.

14) De totale staatsschuld in buitenlandse handen bedroeg ultimo 1982 circa f. 14 mrd. [De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1982*, blz. 53], dus ultimo 1978 f. 14 mrd. minus f. 7,9 mrd. (zie tabel 3), dat wil zeggen f. 6,9 mrd.

15) De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1981*, Statistische bijlage, blz. 17; en idem *Kwartalbericht*, september 1983, blz. 12.

16) Vgl. OECD, *Government debt management. Objectives and techniques. Volume I*, Parijs, 1982.

17) Zie R.J. Nelissen, *Financieringstekorten en hun gevolgen*, ESB, 14 oktober 1981, blz. 1007.

worden gesteld dat directe monetaire financiering bij afwezigheid van aanzienlijke inflatieverwachtingen op korte termijn geen opstuwende werking op de rentevoet uitoefent. Het beroep van de overheid op de geldmarkt en dus de invloed op de geldmarktrente is gering. De reële rente kan als gevolg van monetaire financiering wellicht zelfs enigszins dalen (18).

Bij lange schuldfinanciering, dus ook bij binnenlandse indirecte monetaire financiering, kan in het algemeen, gezien de overheersende positie van de overheid op de kapitaalmarkt wel een opstuwende werking op de kapitaalmarktrente worden uitgeoefend. Gezien onder meer het open karakter van de Nederlandse kapitaalmarkt zal dit effect evenwel gering zijn. Bij financiering via het buitenland treden in beginsel geen „crowding out”-verschijnselen op. In voorkomende gevallen dienen echter de leningcondities relatief gunstig te zijn om buitenlandse beleggers aan te kunnen trekken, met als gevolg een relatief hoge rente. Dit effect heeft zich vermoedelijk voorgedaan bij de 9½% staatslening in juni 1983.

Per saldo kan gesteld worden dat directe monetaire financiering in sommige gevallen gunstiger kan zijn dan indirecte monetaire financiering uit het oogpunt van de minimalisatie van „crowding out”-effecten.

De budgettaire kosten

Ten einde de rentekosten verbonden aan de verschillende vormen van schuldfinanciering te kunnen vergelijken wordt in tabel 4 de ontwikkeling van de rentetarieven op staatsleningen, schatkistpapier en drie-maands kasgeldleningen aan de lagere overheid weergegeven.

Tabel 4. Jaargemiddelden van rentetarieven

Jaar	Staatsleningen	Schatkistpapier	Driemaands kasgeldleningen aan de lagere overheid
1970	8,01	7,20	7,96
1971	7,63	6,02	5,26
1972	7,35	5,19	2,96
1973	7,92	5,66	6,89
1974	9,82	7,76	10,35
1975	8,79	6,62	5,27
1976	8,95	7,14	6,88
1977	8,10	5,88	4,57
1978	7,74	5,72	6,54
1979	8,78	7,56	9,47
1980	10,21	10,01	10,70
1981	11,56	11,49	11,60
1982	10,08	9,97	8,36
Gemiddeld over de periode 1970-1982	8,84	7,40	7,45

Bron: DNB, diverse jaarverslagen.

De rentepercentages op schatkistpapier en kasgeldleningen blijken vanaf 1970 gemiddeld bijna 1,5% lager te liggen dan het rentepercentage op staatsobligaties. Alleen in de periode waarin merendeels sprake was van een omgekeerde rentestructuur (1979-1981), waren de verschillende tarieven ongeveer gelijk. Monetaire financiering brengt dus gemiddeld een lagere budgettaire last met zich mee.

Additionele voordelen kunnen in beginsel worden behaald door in een periode met een relatief hoge rente zoals bij voorbeeld in 1981 relatief veel kort te financieren. De veranderingen in het financieringsgedrag dienen echter niet zo groot te zijn dat er een marktverstoringe werking van uitgaat en aanwezige tendenzen, bij voorbeeld rentedaling, omslaan.

In het kader van een vergelijking van de verschillende financieringsvormen op het punt van de budgettaire kosten dient tevens rekening te worden gehouden met de vraag in hoeverre er weer een gedeelte terugvloeit naar de schatkist.

De rentebetalingen bij directe en indirecte monetaire financiering komen grotendeels respectievelijk geheel terecht bij de banken. Deze rente-opbrengsten worden in belangrijke mate weer doorgegeven aan spaarders en dergelijke, die over de rente-

inkomsten inkomstenbelasting dienen te betalen. Een klein deel van de rente-inkomsten komt ten goede aan de winst van de banken, waarover vennootschapsbelasting betaald moet worden.

De rentebetalingen aan buitenlandse beleggers – in 1982 circa f. 1,2 mrd. – impliceren echter een vermindering van het nationaal inkomen. Daarbij treedt geen secundair budgettair voordeel op via hogere belastinginkomsten (19). Binnenlandse monetaire financiering is dus uit dit oogpunt gunstiger waarbij directe monetaire financiering bovendien (enigszins) lagere rentelasten met zich meebrengt.

De herfinanciering van overheidsschuld

Het bevorderen van een evenwichtige samenstelling van de overheidsschuld en mede daardoor van de herfinanciering is van groot belang in het licht van de sterk stijgende aflossingsverplichtingen (20). Indien herbelegging van aflossingen niet meer of in mindere mate automatisch zou plaatsvinden, wordt de financieringsproblematiek van de overheid nog aanzienlijk verzwaaard. In dit verband zijn met name de spreiding over verschillende schuldtitels, het houderschap en de looptijden en dus vervalkalender van belang.

De recente beperking van de monetaire financiering heeft geleid tot een relatieve vermindering van de vlottende schuld hoewel het uitstaande schatkistpapier in de binnenlandse geldmarkt nog groeide van f. 4,3 mrd. per ultimo 1973 naar f. 18,5 mrd. per ultimo 1982 (21). Gezien de betrekkelijk lange looptijd van het schatkistpapier (doorgaans 5 jaren) enerzijds en het belang voor de banken van dit liquide geldmarkt materiaal anderzijds zal de herfinanciering vermoedelijk niet al te veel problemen opleveren.

Staatsleningen krijgen een steeds kortere looptijd. In het begin van de jaren zeventig beliepen de looptijden doorgaans (ruimschoots) meer dan 10 jaren. Vanaf 1979 bedraagt de gemiddelde looptijd echter nog hooguit 8 jaren. Deze verkorting van de looptijden hangt vermoedelijk mede samen met de wens om middelen aan te trekken van buitenlandse beleggers, die doorgaans een niet al te lange looptijd prefereren. De voor de beleggers zeer gunstige verlengingsmogelijkheid die bij sommige staatsleningen ingesteld is (bij voorbeeld bij de toch al uitzonderlijk gunstige 12¼%-lening van november 1981 en recent bij de 9½%-lening van juni 1983) lijkt ook mede voor deze groep bedoeld. Een en ander verhoogt overigens het liquide karakter van staatsobligaties.

De verkorting van de looptijden en de sinds kort betrekkelijke uniformiteit daarin hebben, bij de sterke stijging van het financieringsstekort in 1982 en 1983, geleid tot een zeer drukke vervalkalender aan het eind van de jaren tachtig, hetgeen herfinancieringsproblemen zou kunnen opleveren. Herbelegging van de aflossingen op langlopende schuld aan het bankwezen zou voorts een probleem kunnen gaan vormen indien de banken bij een aantrekkende economie weer meer mogelijkheden krijgen om hun kredietportefeuille te diversificeren. Het snel groeiende bedrag aan staatsschuld in handen van buitenlandse beleggers zal de herfinancieringsproblematiek niet vergemakkelijken aangezien het beleggingsgedrag van deze groep in het algemeen relatief weinig constant is. Plaatsing van langlopende leningen bij institutionele beleggers biedt nog het beste uitzicht op herbelegging gezien de aansluiting van deze beleggingsvorm op de behoeften van deze instellingen, hoewel de vergrijzing de omvang van de te leggen premie-opbrengsten zal verminderen.

Resumerend kan gesteld worden dat de sterke groei van de indirecte monetaire financiering uit het oogpunt van herfinanciering

18) Zie M.M.G. Fase, Financiële activa, rentevorming en monetaire beheersbaarheid, in: E. den Dunnen, M.M.G. Fase en S. Szász (red.), *Zoeklicht op beleid*, Leiden/Antwerpen, 1981, blz. 63-64.

19) Dat is wel het geval voor zover er zich Nederlanders bevinden bij de groep „buitenlandse” beleggers, hetgeen niet zonder meer te bepalen valt.

20) De aflossingen op gevestigde staatsschuld stijgen van 1,2% van het nationaal inkomen in 1983 naar meer dan 6% in 1990, zie *Miljoenennota 1983*, blz. 30.

21) De Nederlandsche Bank, *Kwartaalbericht*, september 1983, blz. 62.

ring vermoedelijk als ongunstig gekwalificeerd dient te worden. Een relatieve groei van de korte financiering zal de aflossingsproblematiek op langere termijn vanzelfsprekend niet verlichten. In de huidige omstandigheden zou evenwel de combinatie van looptijdverkorting van schatkistpapier en looptijdverlening van obligaties de samenstelling van de schuld diversificeren en de vervalkalender op middellange termijn enigszins kunnen ontlasten.

Het instrumentarium voor monetaire financiering

De mogelijkheden tot verandering van de schuldpolitiek zijn afhankelijk van de beschikbaarheid van instrumenten. Het instrumentarium van de monetaire autoriteiten met betrekking tot directe monetaire financiering is onlangs uitgebreid. In de eerste plaats werd voor 1981 de groei van de korte-kredietverlening aan de lagere overheid rechtstreeks door middel van een plafondregering beperkt tot 6%. In de tweede plaats vond een wijziging van de kasgeldnorm plaats (22). De kasgeldlimiet werd in het eerste halfjaar van 1981 teruggebracht van 25% naar 18% en in 1982 verder verlaagd naar 16%. Mede hierdoor wijzigde het financieringsgedrag van de lagere overheid sterk en nam het beroep op de kapitaalmarkt toe.

De kredietrestrictie werd vanaf het tweede halfjaar van 1981, met uitzondering van de korte-kredietverlening aan de lagere overheid opgeschort vanwege de groeiende ruimte binnen de kredietnorm. Het kader van de kredietrestrictieregeling en de rapportageverplichting werden gehandhaafd, ditmaal echter inclusief alle korte vorderingen op de overheid. De monetaire financiering kan nu dus rechtstreeks bij het monetaire beleid worden betrokken.

De indirecte monetaire financiering kan met het huidige monetaire instrumentarium niet rechtstreeks worden beïnvloed. De overheid kan echter wel in het kader van de schuldpolitiek in ieder geval de plaatsing van *onderhandse* leningen bij het bankwezen beperken. Het belang van de onderhandse leningen moge blijken uit het feit dat van de totale groei van de gevestigde overheidsschuld in handen van geldscheppende instellingen van circa f. 18 mrd. tussen 1970 en 1982, ruim f. 10 mrd. het gevolg was van de plaatsing van onderhandse leningen (23).

Voorts is het mogelijk dat er in overleg tussen DNB en het Ministerie van Financiën jaarlijks limieten worden opgesteld ten aanzien van de totale lange-kredietverlening van het bankwezen aan de overheid zoals vanaf 1981 met de korte-kredietverlening gebeurt. De verschillende monetaire financieringswijzen kunnen aldus op elkaar worden afgestemd.

Inschrijvingen door buitenlandse beleggers op Nederlandse staatsleningen vormen een onderdeel van het normale marktproces en kunnen moeilijk rechtstreeks beïnvloed worden. Bovendien verdient het gezien het reeds betrekkelijk omvangrijke bezit aan staatsobligaties van buitenlandse beleggers geen aanbeveling om het vertrouwen van deze groep te verminderen door bij voorbeeld een scherpe wijziging in het wisselkoersbeleid. Het buitenlandse obligatiebezit zou massaal aangeboden worden op de binnenlandse kapitaalmarkt met als gevolg een sterke koersdaling en rentestijging. Zolang er evenwel voldoende ruimte op de binnenlandse kapitaalmarkt is, behoeven de leningcondities niet zozeer op de wensen van buitenlandse beleggers afgestemd te worden als recent het geval lijkt te zijn geweest.

Slot

De schuldpolitiek van de overheid heeft de laatste jaren mede ten dienste gestaan van de monetaire politiek. Het beleid van de monetaire autoriteiten is gericht geweest op een terugdringing van de directe monetaire financiering door de overheid. Zoals beschreven is daarbij de afstemming op de overige liquiditeitscreatie de laatste tijd niet consistent geweest. Aan het overschot op de betalingsbalans kan geen indicatie ontleend worden omtrent de gewenste omvang van de monetaire financiering, die afgestemd zou moeten worden op de *binnenlandse* liquiditeitscreatie.

Binnen het totaal van deze binnenlandse liquiditeitscreatie is de indirecte monetaire financiering in de vorm van lange krediet-

verlening door de banken aan de overheid een steeds grotere rol gaan spelen. Indirecte monetaire financiering heeft evenwel enige nadelen ten opzichte van directe monetaire financiering op het gebied van de „crowding out”, de rentelasten en de herfinanciering van aflossingen. Een afweging van deze financieringsvormen vindt in de praktijk te weinig plaats. Een relatieve vermindering van de indirecte monetaire financiering door een beperking van de onderhandse verkoop van obligaties aan de banken of door een normering van de lange-kredietverlening aan de overheid onder gelijktijdige relatieve uitbreiding van de directe monetaire financiering lijkt op dit moment gewenst.

Een dergelijke wijziging in de schuldpolitiek is des te belangrijker wanneer de economie enigszins aantrekt. De particuliere sector zal dan een groter beroep op de kapitaalmarkt en op bankkredieten doen ter financiering van investeringen. DNB zal in de toenemende kredietverlening vermoedelijk aanleiding zien om de directe kredietrestrictie te reactiveren. In dat geval zou een beperking van de indirecte monetaire financiering meer ruimte bieden voor de financiering van additionele particuliere investeringen dan een beperking van de directe monetaire financiering die in het huidige kader van de kredietrestrictieregeling zou plaatsvinden. Het monetaire beleid kan op deze manier zonder rechtstreekse gevolgen voor de monetaire doelstellingen beter worden afgestemd op een evenwichtige financiering van de overheidsschuld.

K.P. Goudswaard

22) Het in de Wet kapitaaluitgaven publiekrechtelijke lichamen vastgestelde instrument van de kasgeldnorm geeft het maximum van de vlottende schuld aan als percentage van de uitgaven op de gewone dienst. Vgl. C. Maas, *Monetaire ontwikkelingen bij de lagere overheid, Bank- en Effectenbedrijf*, januari 1981, blz. 10-12.

23) De totale gevestigde overheidsschuld in handen van algemene banken en overige geldscheppende instellingen exclusief DNB groeide van f. 6,7 mrd. in 1970 naar f. 24,3 mrd. in 1982, terwijl het bezit aan onderhandse leningen groeide van f. 4,4 mrd. in 1970 naar f. 14,6 mrd. in 1982. Zie DNB, jaarverslagen, Statistische Bijlagen.