



De snelle stijging van de liquiditeitsquote

DRS. F.L.D. NIVARD*

Inleiding

De liquiditeitsquote, die de verhouding weergeeft tussen de liquiditeitsmassa 1) en het nominale nationale inkomen, is de laatste jaren sterk gestegen. Van dat feit zullen weinig mensen in Nederland wakker liggen, doch voor de kleine kring van monetaire deskundigen is het een opmerkelijk verschijnsel. In de monetaire analyse van De Nederlandsche Bank (DNB) is de liquiditeitsquote een intermediaire doelvariabele in het „groot” monetair beleid dat is gericht op het realiseren c.q. handhaven van evenwichtige monetaire verhoudingen. Dergelijke evenwichtige verhoudingen worden van belang geacht bij het handhaven van de prijsstabiliteit (interne waarde van de gulden). Wat is de betekenis van (veranderingen in) de liquiditeitsquote in de monetaire analyse van DNB?

Aangenomen wordt dat wanneer de liquiditeitspreferentie niet verandert de behoefte aan liquiditeiten van binnenlandse huishoudingen in vaste verhouding staat tot het door hen verdiende inkomen. Anders gezegd: bij onveranderde liquiditeitspreferentie is de liquiditeitsquote constant. Treedt er nu een verruiming van de binnenlandse liquiditeitsverhoudingen op dan zijn er twee mogelijkheden. De eerste is dat de stijging van de quote van tijdelijke aard is. De binnenlandse huishoudingen wenden dan het in verhouding tot hun inkomen gestegen liquiditeitsbezit aan voor bestedingen. De quote gaat in dat geval weer dalen, waarbij het gevaar kan bestaan dat de inflatie door de in relatie tot het nationale inkomen toegenomen bestedingen de kop opsteekt. De tweede mogelijkheid is dat de liquiditeitsquote zich blijvend op een hoger niveau handhaaft. Dit zal voorkomen wanneer er sprake is van een structureel vergroting van de liquiditeitspreferentie. Het is in het licht van bovenstaande analyse dat de stijging van de liquiditeitsquote, van 36,3 eind 1981 tot 41,8 in september 1984, de aandacht trekt. Is er sprake van te ruime liquiditeitsverhoudingen welke resulteren in toekomstige bestedingen, of is de gestegen liquiditeitsquote de weerslag van de structureel vergrote liquiditeitspreferentie van binnenlandse huishoudingen? Om hierop een antwoord te vinden worden eerst de oorzaken van de liquiditeitsaanwas geanalyseerd.

Vervolgens wordt aangegeven in welke sectoren deze liquiditeiten zijn neergeslagen. Ten slotte wordt ingegaan op de reactie van DNB op de huidige liquiditeitsontwikkeling.

Groei liquiditeitsmassa in de periode 1982-1984

Kredietverlening bankwezen aan de private sector

Tabel 1 vergelijkt de liquiditeitsaanwas in de jaren 1982-1984 2) met de gemiddelde aanwas in de periode 1977-1981. Aangesloten wordt bij de traditionele monetaire analyse welke drie bronnen van liquiditeitscreatie onderscheidt: de overheid, het bankwezen en het buitenland. Duidelijk blijkt dat de groei van de liquiditeitsmassa sinds 1981 aanmerkelijk is versneld. Eind 1981 stelde DNB het systeem van directe kredietrestrictie voorlopig buiten werking. In dit systeem werd de groei van het netto geldscheppend bedrijf van algemene banken, coöperatief georganiseerde banken (RABO), en de PCGD 3) aan banden gelegd. Onder netto geldscheppend bedrijf werd daarbij verstaan: korte binnenlandse kredieten aan de private sector en lange binnenlandse uitzettingen verminderd met de z.g. lange passiva (eigenlijk

spaargeld, spaarbewijzen aan toonder met een looptijd langer dan 2 jaar, langlopende deposito's, obligaties en onderhandse leningen o/g en eigen middelen). De omstandigheid dat de liquiditeitsmassa na opschorting van het instrument van de kredietrestrictie zo sterk is toegenomen, zou de suggestie kunnen wekken dat de liquiditeitsaanwas vooral is toe te schrijven aan de sterke uitbreiding van de kredietverlening door banken. Dit is echter niet het geval.

De cijfers van tabel 1 laten zien dat de bijdrage van de korte kredietverlening aan de private sector, en de hypothecaire kredietverlening aan de groei van de liquiditeitsmassa is afgenomen. Dit geldt ook voor de overige (middel)lange kredietverlening aan de private sector zij het in mindere mate. De terugval in de kredietverlening hield verband met de teruggelopen kredietvraag in de periode van recessie. Ook de terughoudende opstelling van de banken speelde daarbij een rol: deze hadden door de verslechterde rentabiliteit en solvabiliteit van veel bedrijven te maken met hoge kredietrisico's en dientengevolge hoge debiteurenverliezen. Hoewel er sinds eind 1983 sprake is van een verbetering in het economisch klimaat is een opleving van de kredietverlening aan de private sector vooralsnog achterwege gebleven. De kredietvraag van bedrijven is tot nu toe niet groot doordat veel bedrijven, onder invloed van de gestegen rendementen, over voldoende middelen beschikken om zelf in hun financieringsbehoefte te voorzien. Daarnaast zijn de ban-

* De auteur is verbonden aan het Economisch Bureau van de Amro Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1) Voor de binnenlandse liquiditeitsmassa wordt uitgegaan van de M2-definitie. Dat betekent dat naast de geldhoeveelheid ook de z.g. secundaire liquiditeiten tot de liquiditeitsmassa worden gerekend.

2) Van 1984 zijn gegevens beschikbaar tot en met het derde kwartaal.

3) Ook de RPS en de particuliere spaarbanken vallen onder de regeling. In 1981 werd ook de korte kredietverlening aan de lagere overheid aan de kredietrestrictie onderworpen.

Tabel 1. Oorzaken van veranderingen in de liquiditeitsmassa (in procenten van de binnenlandse liquiditeitsmassa aan het begin van de periode)

	1977-1981 (gemiddeld)	1982	1983	1983 (de kwartaal)- 1984 (3e kwartaal) (gemiddeld)
Liquiditeitscreatie t.b.v. de overheid	3,2	-2,1	-0,7	1,2
Kort bankkrediet aan private sector	7,7	2,2	1,6	0,6
Netto lang bedrijf geldscheppende instellingen	-3,3	6,5	8,8	-0,2
waarvan - hypothecair krediet	8,9	1,3	2,3	2,7
- lange uitzettingen overheid	0,6	6,6	5,4	3,9
- overige (middel-)lange uitzettingen	4,2	2,1	3,0	1,9
- eigenlijk spaargeld (-)	-8,5	-1,7	1,6	-4,3
- overige lange middelen (-)	-8,5	-1,7	-3,5	-4,3
Diversen	-0,9	-2,1	-1,7	-0,9
Binnenlandse liquiditeitscreatie	6,7	4,4	8,0	0,6
Nationaal liquiditeitsoverschot	-1,9	3,9	2,4	7,7
Toename binnenlandse liquiditeitsmassa	4,8	8,3	10,4	8,3

Bron: De Nederlandsche Bank, *Kwartaalbericht 1984-III*, tabel 4.1. en 3.1.

ken voorzichtig: ondanks enige verbetering zijn de kredietrisico's nog steeds hoog omdat de solvabiliteit van veel bedrijven nog niet voldoende is hersteld.

De sterke liquiditeitsgroei is dus niet te verklaren uit een opleving van de bancaire kredietverlening aan de particuliere sector. Voor de toename van de liquiditeitsmassa zijn dan ook andere oorzaken aan te geven:

- de sterke uitbreiding van de lange kredietverlening van banken aan de overheid;
- de verminderde groei van de lange passiva van het bankwezen (speciaal het eigenlijk spaargeld);
- de omvangrijke liquiditeitstoevoer uit het buitenland.

Lange kredietverlening bankwezen aan de overheid

De groei van de lange uitzettingen van banken bij de overheid hangt uiteraard samen met de omvangrijke financieringstekorten van de overheid. Wanneer we er van uitgaan dat de uitbreiding van lange uitzettingen van het bankwezen bij de overheid geheel betrekking heeft op nieuwe overheidsschuld (hetgeen waarschijnlijk enige overschatting inhoudt) dan is in 1982 20% van de financieringsbehoefte van de overheid door het bankwezen gedekt en in 1983 16%. De plaatsing van obligaties en onderhandse leningen door de overheid bij het bankwezen heeft een liquiditeitsverruimende werking indien de banken tegenover deze langlopende overheidsschuld geen langlopende passiva aantrekken.

Financiering van deze lange kredietverlening aan de overheid met langlopende middelen is voor banken in het algemeen niet aantrekkelijk omdat banken er veelal niet in slagen om dergelijke lange middelen aan te trekken tegen een prijs die beneden de rente ligt die zij van de overheid ontvangen. In zo'n situatie is kortlopende funding van lange uitzettingen bij de overheid de aangewezen oplossing. Zoals uit de definitie van het netto geldscheppend bedrijf blijkt houdt deze kortlopende funding liquiditeitscreatie in. Deze liquiditeitscreatie is weliswaar bij het bankwezen gelokaliseerd, doch is in feite het gevolg van de omvangrijke overheidstekorten. Dit verschijnsel wordt aangeduid met de term „indirecte monetaire financiering”⁴) ter onderscheid van de directe monetaire financiering: de netto plaatsing van vlottende overheidsschuld, alsmede de intoring op het saldo van het rijk bij DNB.

De lange passiva van het bankwezen

Bij de lange passiva van de banken beperken wij ons tot het eigenlijk spaargeld, dat ca. 55% bedraagt van de totale lange passiva. De ontwikkeling van het eigenlijk spaargeld bij banken vertoont een wisselvallig beeld. Na een zeer geringe groei in 1982, neemt het totale volume aan eigenlijk spaargeld in 1983 zelfs af. In 1984 is er sprake van een weer oplevende groei. Bekijken we het totale spaargeld bij banken (dus inclusief het oneigenlijke deel) dan komt een zelfde beeld naar voren.

Door de matige en in 1983 zelfs negatieve groei nam de quote, die de besparingen van gezinnen bij algemene banken uitdrukt als percentage van het netto nationaal inkomen, af van gemiddeld 1,5 in de periode 1977-1981 tot 0,2 in 1982 en -0,3 in 1983. De daling van de quote is des te opmerkelijker als men bedenkt dat de totale gezinsbesparingen, in procenten van het netto nationaal inkomen, in die jaren hoger waren dan in de voorgaande periode. Er heeft derhalve in 1982 en 1983 een verschuiving plaatsgevonden tussen de verschillende vormen van gezinsbesparingen. Tabel 2 gaat hier nader op in. Duidelijk blijkt dat de teruggelopen belangstelling voor spaarrekeningen bij banken o.a. ten gunste is gekomen van levensverzekeringsmaatschappijen. Ongetwijfeld speelt de fiscale bevoordeling van sparen via een levensverzekering hierbij een rol. Opvallend is ook de toename van de overige besparingen.

Tabel 2. Verdeling gezinsbesparingen (in procenten van het netto nationale inkomen)

	1977-1981 (gemidd.)	1982	1983
Gezinsbesparingen	8,9	11,5	10,2
w.v. - via levensverz.	1,5	1,9	2,2
- pensioenfondsen	5,8	6,4	6,7
- spaarbanken	2,6	2,0	0,4
- algemene banken	1,5	0,2	-0,3
- overige	-2,4	1,0	1,1

Bron: Nationale Rekeningen, 1983.

Deze post is een optelsom van verschillende vormen van gezinsbesparingen, o.a. netto aflossingen van consumptief krediet, netto aankopen van effecten op de beurs en de toename van chartale en girale saldi. Waren de overige besparingen in de periode 1977-1981 negatief, in 1982 en 1983 vond een omslag plaats. De omslag hield deels verband met het sterk verminderde beroep van gezinnen op consumptief krediet. Vanaf 1981 vond er onder invloed van de recessie per saldo aflossing op uitstaand consumptief krediet plaats. Een andere verklaring voor de toename van de overige besparingen is het toegenomen verschil tussen de rente op de kapitaalmarkt en de rente op spaartegoeden. Ter illustratie: eind 1981 bedroeg het rendement op staatsleningen (looptijd 3-5 jaar) 11,2, en de rente op een spaarrekening met een vaste termijn van 4 jaar 11,5. Eind 1982 waren deze cijfers 7,7 en 7,0 en eind 1983 8,4 en 7,3. Bij de divergerende rente-ontwikkeling speelde de opschorting van de kredietrestrictie eind 1981 een belangrijke rol. Ten tijde van de kredietrestrictie waren banken welhaast gedwongen om voldoende lange passiva aan te trekken ten einde hun kredietverlening te kunnen uitbreiden. Hierdoor werd de rente welke werd vergoed op spaarrekeningen, omhoog gedreven. Na opschorting van de kredietrestrictie was hiervan geen sprake meer, waardoor de rente op de spaarrekeningen scherper daalde dan de rente op de kapitaalmarkt. Onder invloed van dit renteverskil zetten gezinnen spaargeld om in obligaties, met na-

me staatsobligaties. Ook hier was de indirecte liquiditeitsverruimende invloed van de financieringstekorten van de overheid dus merkbaar.

Doordat gezinnen hun spaargeld aanwendden voor de aankoop van staatsobligaties namen de lange bankpassiva af en de liquiditeitsmassa ceteris paribus toe. Overigens tonen de cijfers in tabel 2 aan dat spaarbanken en RABO-banken minder te lijden hebben van deze verschuiving binnen de gezinsbesparingen dan algemene banken. Waarschijnlijk speelt de grotere rentebewustheid van spaarders bij algemene banken hierbij een rol. Werden de banken in 1982 en 1983 dus geconfronteerd met een matig groeiend of zelfs afnemend spaargeldbestand, in 1984 slaagden zij er in een deel van het verloren terrein terug te winnen. Daarbij was naast de toename in de totale gezinsbesparingen, in de tweede helft van 1984 ook het afgenomen renteverskil tussen kapitaalmarkt en spaarmarkt van belang.

Liquiditeitstoevoer uit het buitenland

De liquiditeitstoevoer uit het buitenland bedroeg in 1984 tot en met oktober f. 11,7 mrd. (voor seizoen gecorrigeerd) en bereikte daarmee een recordhoogte. Opvallend is het verschil met 1982 en 1983. In die twee jaren lag de oorzaak van de snelle liquiditeitsaanwas voor een groot deel in het binnenland. In de eerste 10 maanden van 1984 was de binnenlandse liquiditeitscreatie per saldo echter vrijwel nihil en kwam de gehele liquiditeitsgroei voort uit het buitenland.

De liquiditeitstoevoer uit het buitenland hangt samen met de grote overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans welke slechts ten dele werden gecompenseerd door tekorten op de kapitaalrekening der niet-monetaire sectoren. Een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans is per definitie gelijk aan een binnenlands besparingsoverschot. In de huidige Nederlandse situatie wil dat niet anders zeggen dan dat het financieringsoverschot van de particuliere sector (fondsen en spaarbanken, geldscheppende instellingen, gezinnen en bedrijven) groter is dan het financieringstekort van de overheid. Binnen de particuliere sector is het vooral de ontwikkeling binnen de sector gezinnen en bedrijven die de aandacht trekt. Bedroeg het financieringstekort van deze sector in 1977 nog f. 24,6 mrd., sinds 1982 is er sprake van een financieringsoverschot. De sterke verbetering van het financieringssaldo welke inzette aan het eind van de jaren zeventig was aanvankelijk alleen toe te schrijven aan de relatief zeer zwakke ontwikkeling van de investeringen. Sinds 1983 zijn het vooral de sterk toegenomen bedrijfsrendementen die in combinatie met het lage investeringsniveau de verbetering van het financieringssaldo verklaren. Het herstel van de investeringen, of-

4) R.Th.V.M. Pouw, Indirecte monetaire financiering door de overheid, *ESB*, 23 februari 1983.

Tabel 3. Liquiditeiten, kortlopende leningen en beleggingen van 250 grote ondernemingen en hun deelnemingen in Nederlandse rechtsvorm (ultimocijfers per kwartaal gemiddeld, in mrd. gld.)

	Liquide activa (1)	Liquide passiva (2)	Liquiditeits-surplus (1)-(2)
1980 IV - 1981 III	10,0	8,7	1,4
1981 IV - 1982 III	12,5	8,1	4,4
1982 IV - 1983 III	14,4	8,2	6,3
1983 IV - 1984 III	19,6	10,1	9,5

Bron: CBS, *Statistisch Bulletin*.

schoon in 1984 zeer duidelijk merkbaar, blijft voorlopig achter bij de ontwikkeling van de winsten.

De bedrijven zijn ondanks het verbeterde ondernemingsklimaat vooralsnog voorzichtig en geven er de voorkeur aan een gedeelte van de winst in liquide vorm aan te houden, dan wel te bestemmen voor schuldaflossing. Dit heeft geleid tot een toename van het liquiditeitsbezit van Nederlandse ondernemingen. Illustratief in dit verband is tabel 3, welke betrekking heeft op 250 grote Nederlandse ondernemingen. Blijkens de tabel is het liquiditeitsbezit van deze groep ondernemingen toegenomen van gemiddeld f. 10 mrd. in de periode oktober 1980 - september 1981 tot gemiddeld f. 19,6 mrd. in de periode oktober 1983 - september 1984. Het liquiditeits-surplus (het verschil tussen liquide activa en liquide passiva) nam toe van f. 1,4 mrd. tot f. 9,5 mrd. Aangenomen mag worden dat hier sprake is van een tijdelijke situatie. Bij een voortgaande verbetering van de bedrijfsrendementen en de vermogensstructuur alsmede een gunstige ontwikkeling van de afzet ligt een verdere stijging van de investeringen in de lijn der verwachtingen. Het liquiditeits-surplus zal daardoor afnemen.

Implicaties voor het beleid DNB

Ondanks de sterk oplopende liquiditeitsquote heeft DNB de laatste jaren afgezien van een restrictief ingrijpen. Het kader van de kredietrestrictieregeling bleef gehandhaafd, doch van het instrument werd geen gebruik gemaakt. Het door DNB gevolgde beleid wordt begrijpelijk wanneer we de oorzaken van de liquiditeitsaanwas bezien.

Grosso modo spelen twee factoren een rol bij de verklaring van de liquiditeitsgroei in de afgelopen jaren. Wat de binnenlandse liquiditeitscreatie betreft zijn vooral de omvangrijke financieringstekorten van de overheid van belang. Ondanks het feit dat de overheid de laatste jaren haar tekorten geheel op de kapitaalmarkt heeft gedekt, hebben deze tekorten toch indirect tot een vergroting van de liquiditeitsmassa geleid. Wanneer we de monetaire impuls die van deze tekorten uitgaat gelijkstellen aan de som van de netto plaatsing van vlottende overheidsschuld en de toename van lange uitzettingen van het bankwezen bij de overheid, dan is in 1982 van de totale liquiditeitsaanwas f. 5,0 mrd. (54%) aan de overheid toe te schrijven. In 1983 is de im-

puls f. 5,8 mrd. groot (46%) en in de periode 4e kwartaal 1983 - 3e kwartaal 1984 f. 6,8 mrd. (60%). Uiteraard vormen deze cijfers slechts een indicatie voor de monetaire invloed van de overheidstekorten. Zo is geen rekening gehouden met de netto plaatsing van langlopende overheidsschuld in het buitenland. Ook de vergrote aankopen van staatsobligaties door particulieren - die, als ze worden gefinancierd uit de terugtrekking van spaargelden bij banken, een indirect liquiditeitsverruimend effect hebben - zijn niet in de berekening van de monetaire impuls meegenomen. Ofschoon de weergegeven cijfers dus niet meer dan een grove schatting van de impuls inhouden is het duidelijk dat de financieringstekorten van de overheid in hoge mate hebben bijgedragen aan de snelle groei van de liquiditeitsmassa in ons land.

DNB heeft er dan ook herhaaldelijk op gewezen dat de reductie van het financieringstekort de eerst aangewezen weg is om de uitbundige liquiditeitsontwikkeling in te dammen en de voorkeur verdient boven het instellen van een kredietrestrictie. De op dit moment over 1984 beschikbare cijfers laten zien dat er inderdaad vorderingen worden gemaakt met de reductie van het tekort. De daling van het tekort in 1984 is veel sterker dan in de laatste Miljoenennota (over 1985) nog werd verwacht en in 1985 wordt een verdere daling verwacht. Een meer beheerste liquiditeitsgroei in de toekomst is dan ook mogelijk zonder dat DNB restrictief behoeft in te grijpen.

Naast het financieringstekort vormt de liquiditeitsstoever uit het buitenland een tweede reden voor de ruime liquiditeits-situatie. Hoewel een deel van deze stoever ook samenhangt met de hoge financieringstekorten - namelijk de liquiditeitsstoever die voortvloeit uit de netto-aankopen van staatsobligaties door het buitenland - ligt de verklaring toch grotendeels elders. Gewezen kan worden op de zeer zwakke ontwikkeling van de investeringen aan het begin van de jaren tachtig, en de laatste twee jaar op de verbetering van de Nederlandse concurrentiepositie en de opleving van de internationale conjunctuur, welke hebben gezorgd voor een fors overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. DNB heeft geen maatregelen afgekondigd om de liquiditeitsstoever uit het buitenland af te remmen. De instrumenten die zij hiertoe ter beschikking heeft (revaluatie van de gulden, restricties op de kapitaalimport) waren om diverse redenen niet inzetbaar. Een revaluatie van de gulden zou leiden tot een verslechtering van de concurrentiepositie. Daardoor zouden weliswaar het saldo op de lopende rekening en de liquiditeitsstoever kunnen verminderen, maar zou tevens het net op gang gebrachte economische herstel in gevaar worden gebracht.

Ook het instellen van restricties op de kapitaalimport biedt in de praktijk meer nadelen dan voordelen. Een dergelijke maatregel zou het vertrouwen van buitenlandse financiële beleggers in het Nederlandse beleid schaden. Koersdruk op de gulden en rentestijging zouden hiervan het gevolg kunnen zijn.

Een andere mogelijkheid om liquiditeitsstoever af te remmen is de verlaging van de kapitaalmarktrente. Hierdoor zou de kapitaalexport worden gestimuleerd. Een probleem hierbij is dat DNB niet beschikt over instrumenten om de kapitaalmarktrente rechtstreeks te beïnvloeden. Wel kan zij trachten om via de geldmarktrente zo'n verlaging te induceren. Een verlaging van de geldmarktrente is op dit moment echter om valutarische redenen (het hoge niveau van de dollarkoers) niet mogelijk. Er waren dus in de afgelopen periode weinig mogelijkheden voor DNB om de liquiditeitsstoever af te remmen. Een vermindering van het nationaal liquiditeitsoverschot is niettemin haalbaar bij continuering van het macro-economische beleid dat gericht is op herstel van de investeringen. Wanneer het bedrijfsleven namelijk liquide middelen omzet in investeringen, zal de import aantrekken en het saldo op de lopende rekening en de liquiditeitsstoever „vanzelf” afnemen.

Conclusie

De hoge liquiditeitsquote in Nederland is een gevolg van de grote financieringstekorten van de overheid en de omvangrijke liquiditeitsstoever uit het buitenland. De grote aanwas van liquiditeiten heeft niet tot bestedingsinflatie geleid door de vergrote liquiditeitspreferentie van veel bedrijven. Aangenomen mag echter worden dat deze vergrote liquiditeitspreferentie van tijdelijke aard is. In de toekomst is derhalve een daling naar een meer evenwichtige liquiditeitsquote gewenst. Hiervoor is een verdere reductie van het financieringstekort en een voortgaand investeringsherstel noodzakelijk. De inflatoire risico's van een dergelijke ontwikkeling zijn gering. Wanneer bedrijven namelijk onder invloed van gunstige winstvooruitzichten liquide middelen omzetten in investeringen dan zal deze bestedingstoename via een vergroting van de import grotendeels „weglekken” naar het buitenland.

F.L.D. Nivard