

De winstgevendheid van De Nederlandsche Bank

C. van Ewijk en L.J.R. Scholtens*

De Nederlandsche Bank maakt veel winst, maar minder dan zou kunnen. In vergelijking met de rente op staatsschuld levert de portefeuille van DNB een laag rendement op. Het verschil tussen de feitelijke winstafdracht en het potentiële resultaat bestaat uit de rentesubsidie aan banken, het renteverlies op de openmarktportefeuille, de exploitatiekosten en de ingehouden winst. In verhouding tot het bedrag dat DNB moet inbrengen in de Europese centrale bank kan de Nederlandse deviezenvoorraad als zeer ruim worden aangemerkt. Het ligt voor de hand om deze achterstallige winstuitkering onder aftrek van de internationale verplichtingen alsnog aan de staat uit te keren.

Het is niet gebruikelijk om het jaarverslag van de Nederlandsche Bank (DNB) te lezen als het verslag van een bedrijf. Haar jaarrekening haalt zelden of nooit de beurspagina's van de dagbladen. Toch is DNB in absolute termen de meest winstgevende bank van Nederland¹. Over het jaar 1991 boekte de Bank een winst van f 2,2 miljard. Hiervan werd f 2,1 miljard uitgekeerd aan de staat, die de enige aandeelhouder is. In vergelijking met het voorafgaande jaar vertoont het resultaat een opmerkelijke verbetering: in 1990 bedroeg de winst nog f 1,7 miljard. Dit staatsbedrijf levert jaarlijks een niet onbelangrijke bijdrage aan de overheidsfinanciën. Zonder de winstafdracht van DNB zou het financieringstekort van de overheid in 1991 13% hoger zijn uitgevallen en uitgekomen zijn op f 21,1 miljard in plaats van f 18,7 miljard². Minister Kok kan DNB dus dankbaar zijn.

Budgettaire aspecten van monetair beleid

In Nederland wordt het maken van winst niet als doelstelling van de centrale bank beschouwd. Het is de toevallige uitkomst van de opbrengsten uit het monopolie op de bankbiljettenuitgifte en de kosten die uit de taken van de Bank voortvloeien. De gedachte dat het optreden van de monetaire autoriteit wel eens mede ingegeven zou kunnen worden door het streven naar winst, wordt niet serieus genomen, of zelfs als ongepast beschouwd³. De centrale bank streeft immers hogere doelen na dan haar eigen winst, zoals stabilisatie van het prijsniveau en van het financiële systeem.

Toch vormt juist dit facet van de centrale bank het uitgangspunt van de moderne 'seigniorage'-theorie. Daarbij wordt het monopolie op de bankbiljettenuitgifte opgevat als een bron van overheidsfinanciën, op één lijn met andere financieringsbronnen van de overheid. Dit houdt in dat bij het monetaire beleid in beginsel ook budgettaire overwegingen een rol

spelen. Hogere opbrengsten van het monetaire monopolie ('seigniorage') betekenen dat, bij gegeven niveau van de overheidsbestedingen, de belastingen lager kunnen zijn. Dit heeft weer een gunstig effect op de nationale welvaart. Belastingen zijn immers een van de voornaamste oorzaken van verstoringen in de allocatie van productiefactoren (denk aan de wig tussen bruto- en nettolonen).

Deze benadering werpt ook een ander licht op de theorie van de optimale inflatie. De overheid kan immers de monopoliepositie gebruiken om een groter deel van de uitgaven door middel van gelduitgifte te financieren. De hogere inflatie die daaruit voortvloeit brengt weliswaar maatschappelijke kosten met zich mee, maar ook de andere financieringsbronnen van de overheid zijn niet kosteloos. Dit betekent dat de laagste inflatie niet vanzelf meer de beste inflatie is. Volgens het Ramsey-beginsel van de optimale belastingen wordt de versturende werking van belastingen geminimaliseerd door de financiële last zoveel mogelijk over de verschillende instrumenten te verdelen. Hoe hoog de monetaire financiering (en daarmee de inflatie) moet zijn, wordt dan bepaald door de afweging tussen de kosten van inflatie en de kosten van de andere financieringsbronnen van de overheid, met name de belastingen. Een zekere inflatie kan daarom dienstig zijn voor 's lands welvaart.

* De auteurs zijn verbonden aan de Universiteit van Amsterdam.

1. Dit betreft de netto winst. DNB is daarmee een van de meest winstgevende Nederlandse bedrijven.

2. In 1991 heeft de Nederlandsche Bank niet alleen de winst over 1990 afgedragen (f 1,6 miljard), maar tevens voor het eerst een interim-uitkering over de winst van 1991 gedaan van f 0,8 miljard.

3. Een opmerkelijke uitzondering is M.M.G. Fase en A.P. Huijser, De baten van valutamarktinterventies, *ESB*, 8 februari 1989, blz. 128-133.

Wij gaan niet in op wat voor Nederland de optimale omvang van seigniorage is. Dit heeft weinig zin gezien de starre koppeling aan het Duitse monetaire beleid. In dit artikel nemen wij de inflatie als gegeven aan, en concentreren ons op de feitelijke omvang van de seigniorage-opbrengst en de verdeling ervan tussen DNB en de staat⁴.

Seigniorage

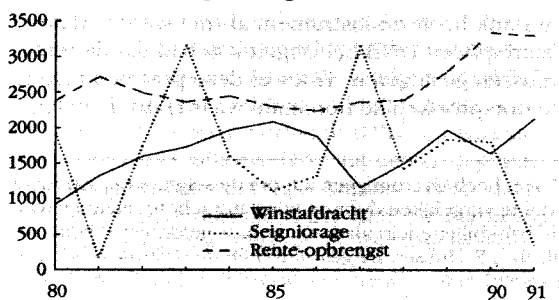
De opbrengst van het monopolie op gelduitgifte kan op twee manieren worden gemeten. Vaak wordt de toeneming van de basisgeldhoeveelheid, dM/dt , als maatstaf voor seigniorage genomen. De uitgifte van basisgeld is in zekere zin 'gratis' financiering voor de overheid. De benaming 'seigniorage' stamt uit de tijd van het muntstelsel, waarin men tegen een vergoeding ('muntloon') aan de heer, de 'seigneur', metaal tot munten kon laten slaan. Aangezien de kosten van het aanmaken van papiergeld verwaarloosbaar zijn in vergelijking met de nominale waarde, komt de 'vergoeding' voor de centrale bank tegenwoordig praktisch overeen met de toeneming van de geldhoeveelheid.

In deze benadering staat de stroom van nieuw geld centraal. Een andere maatstaf van seigniorage gaat uit van de bestaande voorraad geld. In plaats van naar de 'opbrengst' van nieuwe gelduitgifte, kan men ook kijken naar de rentebesparing die de bestaande voorraad basisgeld oplevert. Omdat over geld geen rente wordt vergoed, kan de 'opportunity cost' gelijk worden gesteld aan het produkt van de rente en de basisgeldhoeveelheid, iM . Vanuit het publiek bezien komt dit overeen met de gedeferde inkomsten door het aanhouden van geld⁵.

Figuur 1 geeft de twee maatstaven voor de opbrengsten van het geldmonopolie weer. Op korte termijn blijkt er weinig verband te bestaan tussen beide concepten. Op lange termijn bestaat er vanzelfsprekend wel een verband: de geldcreatie nu (dM/dt) bepaalt immers de geldvoorraad in de toekomst, en daarmee de basis voor rentebesparingen (iM).

Voor het doel van dit artikel biedt de 'opportunity cost'-benadering het beste uitgangspunt⁶. Aangezien in Nederland de uitgifte van basisgeld (uitgezonderd de munten), net als in de meeste andere landen, gedelegeerd is aan de centrale bank, komt de seigniorage tot uitdrukking in de verlies- en winstrekening van deze bank. De winst van de centrale bank wordt in hoofdzaak bepaald door de rente op de activa die op de balans tegenover het basisgeld staan. Via de jaarlijkse winstuitkering worden deze opbrengsten overgedragen aan de staat.

Figuur 1. De opbrengst van het geldmonopolie van DNB, 1980-1991, miljoenen gulden



Tabel 1. Balans van de Nederlandsche Bank per ultimo 1991 (verkorte weergave), miljoenen gulden

Goud	24.875	Bankbiljetten	37.290
Vorderingen in buitenlands geld (netto)	29.410	Verplichtingen rekening-courant ^a	435
Vorderingen in guldens (netto)	6.877	's Rijks schatkist	3.222
Overige activa (netto)	4.471	Waarderingsverschillen goud en deviezen	20.498
		Kapitaal en res. ^b	4.190
Totaal	65.634		65.634

a. Exclusief het tegoed van de schatkist.

b. Met inbegrip van de aan de staat toekomende slotuitkering van de winst over 1991.

Bron: De Nederlandsche Bank, Jaarverslag over 1991.

Feitelijke en potentiële winst

In figuur 1 is naast de seigniorage ook de winstafdracht van DNB afgebeeld. Hoewel deze is afgeleid van de opportunity cost iM , blijkt uit de figuur dat er in de praktijk aanzienlijke verschillen bestaan. De winstafdracht blijft systematisch achter bij de seigniorage iM . Gemiddeld over de jaren 1980-1991 was de seigniorage f 2.597 miljoen, terwijl de winstafdracht f 1.659 miljoen bedroeg, ofwel 64%. Ook in 1991 was er een aanzienlijk verschil tussen de seigniorage en de winstafdracht, namelijk f 3.297 miljoen potentiële opbrengst tegenover f 2.131 miljoen uitgekeerde winst (65%).

Vergelijking tussen de potentiële opbrengst en de feitelijke winst is een redelijk uitgangspunt wanneer de bank geen andere (renteloze) passiva heeft. De balans van DNB kent echter nog andere niet-rentedragende passiva (zie tabel 1). De schatkist houdt een tegoed aan (f 3,2 miljard per ultimo 1991). Bovendien beschikt de Bank over zeer omvangrijke reserves: met inbegrip van de post 'Waarderingsverschillen' bedragen de reserves ruim f 23 miljard. De post Waarderingsverschillen komt voort uit het boekhoudkundige systeem van de Bank. Sinds 1978 brengt de Bank, in afwijking van bij voorbeeld de Bundesbank, de kapitaalwinsten (of -verliezen) op goud en deviezen als gevolg van fluctuaties in de wisselkoersen en de goudprijs, direct ten gunste (ten laste) van de balans. Dus buiten de verlies- en winstrekening om. Het voordeel hiervan is dat de winstuitkering aan de staat geëgaliseerd wordt, en afgeschermd wordt van de onvoorspelbare prijsontwikkeling op de goudmarkt en de valutamarkten. Indien, zoals tot circa 1985 het geval is geweest, structureel kapitaalwinsten worden geboekt, wordt onbedoeld een aanzienlijke reserve opgebouwd die in wezen aan het Rijk toekomt.

4. Het belang van de verdeling van seigniorage tussen de centrale bank en de overheid is voor het eerst aangekaart door M. Klein en M.J.M. Neumann, Seigniorage: what is it and who gets it?, *Weltwirtschaftliches Archiv*, 1990, blz. 205-216.

5. Een variant op dit begrip is de 'inflatiebelasting' (inflation tax). Dit is de ontwaarding van de geldhoeveelheid door inflatie, pM (waarbij p de inflatie weergeeft).

6. In C. van Ewijk, L.J.R. Scholtens, The distribution of seigniorage in the Netherlands, *De Economist*, 1992 (te verschijnen), ontwikkelen wij een geïntegreerde maatstaf voor zowel het stroom- als het voorraadaspect van seigniorage.

Tabel 2. Rendement van vorderingen en verplichtingen in guldens

	Rend. %	Marktrente ^a %	Rend. mln. gld.	Renteverlies mln. gld.
Vorderingen				
- voorschotten	7,9	9,0	380	53
- overig contingents- beroep	8,0	9,0	71	9
- speciale beleningen	9,0	9,0	283	0
- portefeuille staatsobligaties	7,7	8,7	198	27
Verplichtingen				
- kasreserverekeningen	8,8	9,0	473	11

a. Voor het beroep op de Nederlandsche Bank is de daggeldrente als marktrente genomen, voor de staatsobligatie-portefeuille de rente op staatsschuld.
Bron: De Nederlandsche Bank, *Jaarverslag over 1991*.

Om de winst van de centrale bank te kunnen beoordelen moet men ook met deze posten rekening houden⁷. De potentiële beleggingsopbrengst kunnen wij nu berekenen als het resultaat indien alle activa van de bank tegen de binnenlandse (lange) rente zouden zijn belegd. Voor DNB komen wij dan voor 1991 uit op f 5.737 miljoen. Gerelateerd aan deze som bedraagt de winstuitkering aan de staat nog slechts 37%. Anders gezegd, uitgedrukt in procenten van de totale DNB-portefeuille bedraagt de winst in 1991 slechts 3,2%, ruim onder de marktrente op staatsleningen van 8,7%. Vanuit financieel oogpunt zou de staat beter af zijn geweest indien hij zijn vermogen volledig in (aflossing van) staatsschuld had gestoken, in plaats van in DNB! Vergelijkt men de uitgekeerde winst met het potentiële resultaat, dan heeft de staat over het jaar 1991 voor een bedrag van f 3,4 miljard toegelegd op DNB. Dit verschil tussen potentieel resultaat en de feitelijk afgedragen winst vormt het uitgangspunt van onze analyse van de kosten en baten van DNB. Het spreekt vanzelf dat de functie van centrale bank bepaalde kosten met zich meebrengt. Dit neemt niet weg dat ook van de centrale bank mag worden verwacht dat zij, binnen de grenzen van de opgedragen taken, efficiënt met de toevertrouwde middelen omgaat. Om inzicht te verkrijgen in de oorzaken van het verschil tussen feitelijk en potentieel rendement zullen wij nader ingaan op de baten en lasten van de Bank in 1991.

Baten en lasten

De verlies- en winstrekening van DNB vermeldt de baten en de lasten van haar bedrijf. Als baten meldt zij de rente van buitenlandse vorderingen en waardepapieren, de rente van binnenlandse vorderingen en waardepapieren, de rente van belegd kapitaal en belegde reserves; de provisies; niet opgekomen bankbiljetten en het resultaat op deelnemingen. Het leeuwedeel van de baten vloeit voort uit de rente van buitenlandse vorderingen en verplichtingen. Dit vormde 74% van de totale baten. De binnenlandse titels leverden 21%. De overige posten waren samen goed voor 8% van het totaal. Dit betreft vooral de rente op belegd kapitaal. De baten bedroegen in 1991 f 2,5 miljard; 25% hoger dan in 1990 dank zij het hogere rentepeil.

Bij de lasten vermeldt het jaarverslag de personeelskosten, huisvestingskosten, afschrijvingen op gebouwen en inventaris, algemene beheerskosten, de papier- en drukkosten van bankbiljetten, en de alsnog opgekomen bankbiljetten. In 1991 zijn de kosten f 297 miljoen; 6% hoger dan in 1990. De personeelslasten vormen de belangrijkste kostenpost: ze beslaan bijna de helft van de totale kosten. Afschrijvingen op gebouwen en inventaris vormen bijna een vijfde deel van de lasten. De papier- en drukkosten van bankbiljetten vormen een zesde deel (16,2%) van de totale kosten. Deze samenstelling van de kosten is betrekkelijk constant in de tijd.

Een ruwe indicatie van de efficiency van een centrale bank is de verhouding tussen haar kosten en de bankbiljettencirculatie. Deze maatstaf levert voor Nederland in 1991 een percentage van 0,8. In Duitsland bedroegen deze kosten 1,6% van de gemiddelde bankbiljettencirculatie, ofwel het dubbele van die in Nederland. Wat dit betreft werkt DNB dus efficiënter dan de Bundesbank.

Impliciete subsidies

De kosten van DNB verklaren slechts een gering deel (8%) van het verschil tussen de potentiële opbrengst en de winstafdracht. Verreweg de belangrijkste factor is het verschil tussen het rendement van de DNB-portefeuille en de rente op staatsleningen. Gemiddeld over de jaren 1986-1991 bedroegen de gerapporteerde rente-inkomsten van DNB slechts 3,1% van de (netto) uitzettingen, terwijl de rente op staatsschuld 7,3% bedroeg.

De structuur van de DNB-balans kunnen wij opmaken uit tabel 1. De activa bestaan voor 38% uit goud, voor 45% uit vorderingen in buitenlandse geldsoorten en voor het overige uit vorderingen in guldens (10%) en overige activa (7%). Het rendement over ieder van deze posten wordt nu afzonderlijk onder de loep genomen.

Vorderingen in guldens

De vorderingen in guldens bestaan vrijwel volledig uit kredietverlening door DNB aan de banken. Als men de in de verlies- en winstrekening vermelde rente-inkomsten relateert aan de gemiddelde omvang van deze post gedurende het verslagjaar (f 6.027 miljoen), dan komt men uit op een rente van 7,7%. Deze rente is aanmerkelijk lager dan de gemiddelde geldmarktrente in dit jaar, die 9,0% bedroeg. Nadere uitsplitsing van de verschillende onderdelen van deze post levert de rendementscijfers op die zijn gepresenteerd in tabel 2.

Allereerst valt hierbij het lage rendement op de open-marktportefeuille aan staatsobligaties op. Deze portefeuille is enkele jaren geleden aangekocht om te dienen als open-marktinstrument, maar de Bank heeft dit instrument al snel weer verlaten. Daarbij heeft DNB het ongeluk gehad dat de rente intussen gestegen is. Hoewel deze post nog tegen de oorspronkelijke nominale waarde op de balans

7. Het heeft daarom geen zin om de seigniorage internationaal te vergelijken door de winstafdracht te relateren aan de bankbiljettencirculatie of de basisgeldhoeveelheid, zoals in A.P. Huijser, *De geldmarkt en de centrale bank: een vergelijkende analyse voor Nederland, Duitsland en België*, Dissertatie, Amsterdam, 1991, blz. 26 e.v.

staat, heeft de Bank hier in feite een kapitaalverlies op geleden van enkele honderden miljoenen gulden. Vergelijkt men het rendement op deze post met de marktrente dan resulteert in 1991 een renteverlies van f 27 miljoen.

De overige vorderingen in tabel 2 hebben betrekking op het bankwezen. Het lage rendement op deze posten hangt samen met het geldmarktbeleid in Nederland. Door het beroep van banken op DNB te limiteren via contingentering functioneren de officiële tarieven in Nederland als ondergrens voor de geldmarktrente. Hoewel uit oogpunt van het geld- en valutamarktbeleid veel voor een dergelijk systeem valt te zeggen (ook de Bundesbank hanteert het⁸) houdt het wel in dat banken over het contingentsberoep een impliciete rentesubsidie ontvangen⁹. In vergelijking met de geldmarktrente (daggeld) heeft DNB over het krediet aan banken een renteverlies geleden van 1,1 procentpunt. Dit komt neer op een impliciete rentesubsidie van circa f 51 miljoen. Opvallend is dat DNB over de verplichte kasreservereningen wel praktisch de marktrente vergoedt.

Per saldo vindt dus een inkomensoverheveling plaats van de centrale bank (en daarmee de staat) naar de banken. Dit is internationaal gezien zeer uitzonderlijk. In de meeste landen zijn banken verplicht zodanige (renteloze) kasreserves aan te houden, dat een omgekeerde inkomensoverheveling plaatsvindt, namelijk van de banken naar de centrale bank. In Duitsland bij voorbeeld, bedragen de verplichte kasreserves gemiddeld zo'n 50% van de chartale geldomloop. Huijser berekent dat deze reserves in de periode 1983-1989 een bijdrage van 32% leverden aan de totale winst van de Bundesbank¹⁰.

De banken in Nederland worden door DNB in de watten gelegd. Niet alleen ontvangen zij een impliciete subsidie op de voorschotten, maar bovendien krijgen zij een royale rentevergoeding over de verplichte kasreserves. Is dit doelbewust beleid om de zwakke winstgevendheid van het Nederlandse bankwezen te verbeteren?

Kapitaalwinsten en -verliezen

De andere belangrijke activa van DNB betreffen de goudvoorraad en de vorderingen in buitenlandse geldsoorten. Voor deze posten vermeldt de verlies- en winstrekening alleen de rentebetalingen. De kapitaalwinsten (of -verliezen) worden vermeld in de toelichting bij de post Waarderingsverschillen op de balans. De rente-opbrengsten over de netto buitenlandse activa bedroegen 6,4%; over goud wordt vanzelfsprekend geen rente ontvangen. Deze geven echter een onvolledig beeld; men moet ook rekening houden met de kapitaalwinsten (-verliezen). Deze schommelen zeer sterk in de afgelopen twee decennia. In 1991 waren de kapitaalwinsten op buitenlandse vorderingen per saldo gering, namelijk 1,3%. Daarmee kwam het totale rendement op 7,7%, hetgeen beduidend onder de geldmarktrente ligt. Voor de goudvoorraad vermeldt DNB een waardeverlies van f 294 miljoen. Dit staat echter in geen verhouding tot het werkelijke kapitaalverlies dat in 1991 op de goudvoorraad is geleden. De marktprijs voor goud is met 9% gedaald; in absolute termen komt dit neer op verlies van f 2.465 miljoen. Omdat DNB eens in de drie jaar de waardering van de

Tabel 3. Potentieel resultaat en feitelijke winstafdracht in 1991, in miljoenen gulden

Potentieel resultaat	5.737
Af: rentesubsidie aan banken	-51
renteverschil openmarktportefeuille	-27
rendementsverschil goud ^a	-2.465
rendementsverschil deviezen	-379
renteverschil overige activa	-212
termijntransformatie ^b	+88
exploitatiekosten	-297
ingehouden winst ^c	-201
overig ^d	+142
Totaal	3.406
Winstafdracht	2.131

a. Hierbij is uitgegaan van de goudwaardering volgens de balans.

b. Rentewinst op de korte uitzettingen (netto beroep van banken en deviezen) vanwege het verschil tussen de korte en de lange rente.

c. Met inbegrip van de geboekte waarderingsverschillen op goud en deviezen.

d. Met name een statistisch verschil omdat voor de deviezenvoorraad en de overige activa geen jaargemiddelde is vermeld.

goudvoorraad aanpast, is dit verlies niet op de balans terug te vinden. Zou men wel met dit bedrag rekening houden dan heeft DNB over 1991 geen winst geboekt maar per saldo zelfs een licht verlies.

Waarom is de winst laag?

Tabel 3 vat de kosten en baten van DNB samen. Het verschil tussen de feitelijke winstafdracht en het potentiële resultaat bestaat uit de rentesubsidie aan banken, het renteverlies op de openmarktportefeuille, de exploitatiekosten en de ingehouden winst.

In 1991 had DNB f 5,7 miljard aan beleggingsopbrengsten op haar portefeuille kunnen behalen, indien zij deze volledig tegen de kapitaalmarktrente had belegd. Van deze potentiële winst is slechts f 2,3 miljard gerealiseerd. Het leeuwedeel van dit verschil valt toe te schrijven aan het feit dat de goudvoorraad in 1991 geen positief rendement heeft opgeleverd. Maar ook het rendement op de andere activa lag beneden de marktrente. In dit opzicht was het jaar 1991 geen uitzondering. In een onderzoek over een langere periode vonden wij dat alleen de goudvoorraad een rendement oplevert dat vergelijkbaar is met de marktrente¹¹. De opbrengstvoet van de andere posten blijft systematisch achter bij zowel de geldmarktrente als, a fortiori, de kapitaalmarktrente.

Voor zover DNB middelen kort uitzet vindt termijntransformatie plaats. Omdat de korte rente normaliter lager is dan de lange rente, levert dit een renteverlies op voor de overheid. 1991 was echter een uitzonderlijk jaar: door de omgekeerde rentestructuur leverde de termijntransformatie een batig saldo voor de overheid op. Zou de lange rente (zoals gemiddeld in de jaren tachtig) 1,2 procentpunt boven

8. Voor een vergelijking van de geldmarkt in Nederland en Duitsland, zie Huijser, op. cit., 1991.

9. Zie ook Klein en Neumann, op.cit., 1990, voor een vergelijkbare analyse van de Duitse situatie.

10. Huijser, op.cit., 1991, blz. 31

11. Zie noot 7.

de korte rente hebben gelegen, dan zou de staat op de korte uitzettingen van de bank een transformatieverlies hebben geleden van circa f 400 miljoen. In tegenstelling tot de algemene banken heeft een omgekeerde rentestructuur een gunstig effect op het resultaat van DNB gezien vanuit de positie van haar aandeelhouder. Dit heeft echter niet kunnen voorkomen dat de feitelijke winstafdracht in 1991 bijna f 3,5 miljard achterbleef bij het potentiële resultaat.

De Nederlandsche Bank in de EMU

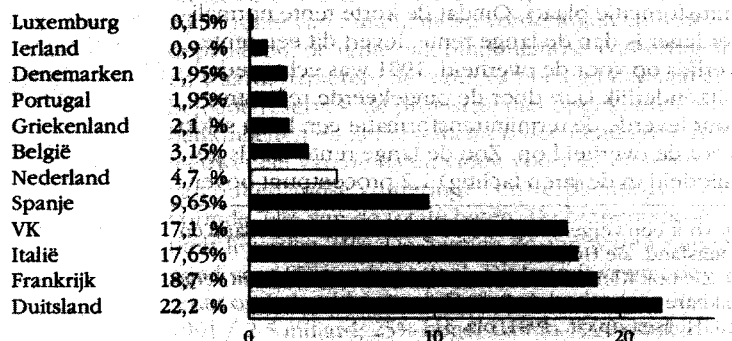
Op de EG-topconferentie in Maastricht in december jl. is besloten dat de centrale banken van de lidstaten voor 1999 zullen opgaan in het Europese Stelsel van Centrale Banken (ESCB). Als voorloper hierop zal vanaf 1 januari 1994 het Europese Monetair Instituut (EMI) het monetaire beleid in de Gemeenschap gaan bepalen. De centralisatie van het monetaire beleid brengt met zich mee dat op communautair niveau ook de seigniorage vastgesteld zal worden. In sommige lidstaten maakt de seigniorage (gemeten als verandering in de basisgeldhoeveelheid) een aanzienlijk deel uit van de totale inkomsten van de overheid. In 1988 bedroeg de seigniorage (gemeeten als iM) in Griekenland 2,7% van het bruto nationaal produkt, in Portugal 2,2% en in Spanje en Italië 1,3 respectievelijk 1,2%. In Duitsland en Nederland was de seigniorage beduidend lager, circa 0,6% van het bnp¹². Interessant is de vraag hoe de overschotten van het ESCB/EMI verdeeld zullen worden.

Het inkomen uit het geldmonopolie van de centrale banken zal vooralsnog worden verdeeld over de lidstaten. De overschotten van EMI/ESCB zullen, na een kleine toevoeging aan de reserves, toevloeien aan de aandeelhouders (nationale centrale banken). De verdeelsleutel die hierbij gehanteerd wordt is dezelfde die geldt voor de inschrijving op de eigen middelen van het EMI en de ESCB: aan elke nationale centrale bank is een weging toegekend, namelijk de som van:

- 50% van het aandeel van de lidstaat in de bevolking van de Gemeenschap;
- 50% van het aandeel van de lidstaat in het bruto binnenlands produkt van de Gemeenschap tegen marktprijzen (bbp), over een periode van vijf jaar.

De verdeelsleutel kunnen we benaderen met recente cijfers voor de bevolkingsomvang (1990) en het bbp (1986-1990). Het aandeel van Nederland in de bevolking van de EG is 4,57%. In het bbp van de

Figuur 2.
Verdeelsleutel
EMI/ESCB
voor de twaalf
EG-lidstaten
(%)



Gemeenschap bedraagt het Nederlandse aandeel 4,77%. Figuur 2 geeft weer hoe de verdeelsleutel er als geheel uitziet. Duitsland ontvangt het meest: 22,2%, gevolgd door Frankrijk (18,7%), Italië (17,65%), het VK (17,1%) en Spanje (9,65%). De overige zeven lidstaten ontvangen samen 14,7% van het eventuele overschot van het EMI. Nederland neemt daarvan 4,7 procentpunt voor zijn rekening. De omvang van de eigen middelen van het EMI wordt door de Raad van het EMI vastgesteld en is nog niet bekend. De verdeling van de vermogensinleg en van het overschot van de EMI is wel te bepalen. Dat geldt tevens voor de bijdrage aan het kapitaal van de ESCB en de overdracht van deviezenreserves aan de Europese centrale bank. Op grond van deze cijfers kunnen wij ook een schatting maken van de middelen die DNB in de ECB zal inbrengen. Het kapitaal van de Europese centrale bank is voorlopig vastgesteld op 5 miljard ecu (artikel 28 lid 1 van het Unieverdrag). De bijdrage hierin van DNB bedraagt 235 miljoen ecu (circa f 545 miljoen). De lidstaten moeten tevens een bedrag van 50 miljard ecu aan deviezenreserves inbrengen, wat voor DNB neerkomt op een bedrag van zo'n f 5,5 miljard.

Slotopmerkingen

De Nederlandsche Bank maakt veel winst, maar minder dan zou kunnen. De portefeuille van DNB levert een laag rendement op in vergelijking met de rente op staatsschuld. Voor een deel hangt dit samen met het geldmarktbeleid, dat een impliciete subsidiëring van de banken inhoudt. Anders dan in Duitsland staat hier geen renteloze kasreserveverplichting tegenover. Het grootste deel van het renteverlies is het gevolg van het geringe rendement op de zeer omvangrijke officiële reserves. Het behaalde rendement ligt zelfs beduidend onder de korte rente. Dit betekent dat de staat als aandeelhouder verlies lijdt op de reserves die bij DNB zijn ondergebracht. In 1991 bedroegen deze ruim f 20 miljard. Men kan zich daarom afvragen of het voordeel van de winstegalitatie opweegt tegen het renteverlies dat ontstaat omdat de Bank deze reserves uitzet tegen een lager rendement dan de rente op staatsschuld, en tegen het risico dat Nederland mede hierdoor niet kan voldoen aan de norm voor de staatsschuld zoals die in het akkoord van Maastricht is vastgelegd.

Met de vergaande monetaire integratie voor de boeg mag men verwachten dat de behoefte aan internationale reserves afneemt. In verhouding tot het bedrag dat de Nederlandsche Bank moet inbrengen in de Europese centrale bank (f 5,5 miljard) kan de Nederlandse deviezenvoorraad (f 29,4 miljard) als zeer ruim worden aangemerkt. Onder het adagium 'geeft de keizer wat des keizers is' lijkt het voor de hand te liggen om deze achterstallige winstuitkering, die nu in de reserves van de Bank terecht is gekomen, onder aftrek van de internationale verplichtingen alsnog aan de staat uit te keren.

Casper van Ewijk
Bert Scholtens

12. Commission of the European Communities, One market, one money, Study of the Directorate-General for Economic and Financial Affairs, *European Economy*, oktober 1990, blz. 121.