

DNB – maatschappelijk nut versus rentabiliteit

De Nederlandsche Bank is meer dan een naar maximaal rendement strevende beleggingsinstelling. De actiefposten van de balans hebben een functie bij het realiseren van prijs- en wisselkoersstabiliteit. Maar kunnen deze doelen ook niet bij een hoger rendement worden bereikt?

De overheid heeft het monopolie op de uitgifte van bankbiljetten. Dit monopolie, waarvan de exploitatie aan DNB is gedelegeerd, is winstgevend omdat de bankbiljetten in circulatie kunnen worden beschouwd als een renteloze lening van het publiek aan de overheid. De opbrengst hiervan, in de vorm van de 'opportunity'-kosten van het basisgeld (seigniorage) wekt terecht de belangstelling van C. van Ewijk en L. Scholtens (hierna E&S) voor de rol van DNB als generator van overheidsinkomsten¹. In hun artikel "De winstgevendheid van De Nederlandsche Bank" in ESB van 1 juli 1992 kiezen zij een originele invalshoek door zich de vraag te stellen in hoeverre meer aandacht voor het rendement op de activa van DNB kan leiden tot een bijdrage aan de vermindering van de staatschuld. Onder de veronderstelling dat de maatschappelijke baten van DNB (prijs-, wisselkoersstabiliteit) exogeen zijn, beschouwen de auteurs DNB als een beleggingsinstelling die aan bepaalde rendementseisen zou moeten voldoen. Als rendementsmaatstaf wordt het rendement op staatsobligaties gehanteerd; de 'potentiële winst' van DNB wordt vastgesteld als de winst die zou worden gemaakt indien alle activa van de Bank tegen de binnenlandse (lange) rente zouden zijn belegd. De aldus gedefinieerde potentiële winst ligt ruim boven de feitelijke jaarwinst van de centrale bank. Het verschil wordt verklaard uit het lage rendement op de activa-posten van de centrale bank. In dit artikel wil ik drie punten van kritiek naar voren brengen.

Maatschappelijke baten DNB

De aanname van een exogene inflatie vereenvoudigt de analyse van het financiële rendement van DNB aanzienlijk. De feitelijk gerealiseerde

jaarwinst is echter niet maatgevend voor de verdiensten van DNB; relevant is het totale maatschappelijke nut van deze instelling. Het zal duidelijk zijn dat dit maatschappelijke nut afwijkt van het financiële rendement. De Bankwet 1948 wijst de volgende taken aan DNB toe (artikel 9):

- de waarde van de Nederlandse geldeenheid te reguleren op zodanige wijze als voor 's lands welvaart het meest dienstig is, en daarbij die waarde zoveel mogelijk te stabiliseren;
- het verzorgen van de geldomloop in Nederland, voorzover deze uit bankbiljetten bestaat, het vergemakkelijken van het girale geldverkeer in Nederland en het bevorderen van het betalingsverkeer met het buitenland;
- het uitoefenen van toezicht op het kredietwezen.

De veronderstelling van exogene maatschappelijke baten doet onvoldoende recht aan de bijdragen van DNB op dit gebied. Zo zijn de kosten van inflatie dermate hoog, dat de 'opbrengst' van DNB in de vorm van inflatiebestrijding waarschijnlijk het verschil tussen potentieel en feitelijk rendement van de centrale bank, door E&S geschat op f 3,4 mrd. in 1991, ruimschoots goedmaakt.

De activa van DNB

Het uitgangspunt van de analyse van E&S is de mogelijkheid van vervreemding van de activa van DNB, gegeven de maatschappelijke baten van de centrale bank; op grond hiervan leiden zij hun maatstaf van 'potentieel rendement' af. Deze aanpak verhindert zich echter slecht tot de rol die deze activa spelen in het genereren van de maatschappelijke baten van DNB. Te prefereren is een aanpak waarin met deze rol van de activa expliciet rekening wordt gehouden. Per

activum op de balans van de centrale bank moet dan worden nagegaan in hoeverre een alternatieve, hoger renderende aanwending van middelen mogelijk is zonder dat de maatschappelijke doelstellingen van de centrale bank hieronder lijden.

Daarbij moet het volgende in het achterhoofd worden gehouden: Doordat DNB in de afgelopen jaren een consequent wisselkoersbeleid heeft gevoerd, heeft zij bij de financiële markten een grote mate van geloofwaardigheid opgebouwd. Hierdoor zijn tegenwoordig slechts kleine rentecorrecties en valuta-interventies nodig om de gulden op zijn plaats te houden. De thans bereikte positie moet echter steeds weer worden waargemaakt. "Financiële markten zijn namelijk geneigd vertrouwen snel op te zeggen en slechts langzaam te schenken"². Voordat tot activavereemding wordt overgegaan, moet glashelder zijn dat dit niet ten koste gaat van de wisselkoersdoelstelling.

Een discussie langs deze lijnen over de omvang van de goud- en valutareserves kan in het kader van de toegenomen internationale monetaire coördinatie en de voortschrijdende Europese monetaire integratie zinvol zijn³. Het dekkingspercentage, dat de verhouding aangeeft tussen enerzijds de goud- en valutareserve en anderzijds de direct opvraagbare guldensverplichtingen, bevindt zich in Nederland op een vrij hoog niveau. Ook de samenstelling van de goud- en deviezenvoorraad kan in een dergelijke discussie worden betrokken. Zo is men in België recentelijk overgegaan tot het omzetten van een deel van de goudvoorraad in deviezen. Op de totale omvang van de reserves had deze operatie geen effect. Uit de beleggingsopbrengst van de extra deviezen zal de centrale bank naar verwachting jaarlijks zo'n vijf miljard frank extra winst kunnen uitkeren aan de Belgische schatkist⁴.

1. De noviteit van een interim winstuitkering in 1991 van De Nederlandsche Bank aan de Rijksoverheid lijkt aan te geven dat ook de belangstelling van de minister van Financiën voor De Nederlandsche Bank als inkomstenbron is toegenomen.
2. Zie A.H.E.M. Wellink, *Mogelijkheden van het monetaire beleid na de liberalisatie: de visie van De Nederlandsche Bank*, Preadvies NIBE jaardag 1990, blz. 31.
3. Overigens vonden E&S in een onderzoek over een langere periode dat de goudvoorraad een rendement oplevert dat vergelijkbaar is met de marktrente. Dit pleit niet voor vervreemding hiervan.
4. Zie *De Financieel Economische Tijd*, 18 juni 1992.

In de laatste twee kolommen van hun artikel betrekken de auteurs argumenten van Europese aard in hun analyse. Een discussie over gedeeltelijke vervreemding van de goud- en valutareserves moet zich vooral met zulke internationaal-monetaire aspecten bezig houden. Daarbij is een lange-termijn visie op de ontwikkeling van de internationale monetair-politiek en de stabiliteit van het wisselkoersstelsel en de verandering(en)de rol van de goud- en valuta-reserves onontbeerlijk.

Relatie DNB - banken

De constatering van een laag rendement op de balanspost vorderingen in gulden behoeft eveneens nuanceering. Ook hier kan het financiële rendement niet los worden gezien van de maatschappelijke baten die de centrale bank met behulp van dit activum nastreeft. De auteurs stellen dat het lage rendement op deze post samenhangt met het geldmarktbeleid, dat een impliciete subsidiëring van de banken inhoudt. Per saldo zou via een rentesubsidie een inkomensoverheveling plaatsvinden van de centrale bank naar het Nederlandse bankwezen. Daarbij wordt echter een aantal andere dimensies van de relatie tussen DNB en de banken over het hoofd gezien.

Wat betreft de rentesubsidie: de centrale bank hanteert de voorschotrente als ondergrens van de geldmarktrente, door de contingentering van het beroep dat de banken op DNB kunnen doen. De geldmarktrente komt dus noodzakelijkerwijze boven de voorschotrente uit, omdat de centrale bank greep wil houden op de geldmarktrente ter nastreving van haar valutaire doelstelling. Op dit punt is sprake van een geringe rentesubsidie aan het bankwezen (minder dan 1% van de brutowinst). Dit geldmarktbeleid van de centrale bank leidt echter regelmatig tot een omgekeerde rentestructuur (de korte rente ligt boven de lange rente). Dit legt een belasting op het bankwezen, doordat banken in zekere mate looptijdtransformatie plegen via het aantrekken van korte gelden en het lang uitzetten daarvan. Een omgekeerde rentestructuur heeft doorgaans een drukkend effect op de winstgevendheid van het bankwezen.

Verder wijzen de auteurs erop, dat op de geldmarktkasreserve door DNB de marktrente wordt vergoed, in tegenstelling tot de situatie in bijvoorbeeld Duitsland. In Duitsland wordt de geldmarktkasreserve

('Mindestreserven') gebruikt om een geldhoeveelheidsbeleid te voeren⁵. Banken moeten tegenover nader gespecificeerde reserveplichtige passiva een renteloos tegoed aanhouden bij de centrale bank. Deze verplichting maakt de 'funding' voor het bankwezen duurder, hetgeen de bancaire geldschepping beperkt. De Bundesbank kan door wijziging van de reserveringspercentages de groei van de geldhoeveelheid sturen⁶. DNB voert echter niet via de geldmarktkasreserve een geldhoeveelheidsbeleid, maar via de monetaire kasreserve-regeling (mkr). Dit geldhoeveelheidsbeleid dient ter ondersteuning van de wisselkoersdoelstelling. De mkr, die slechts in uitzonderlijke gevallen wordt ingezet, kan de banken boetes opleggen om de liquiditeitsgroei te beperken.

De werking van de geldmarktkasreserve is een geheel andere; via dit instrument streeft de centrale bank in perioden van een ruime geldmarkt slechts verkrapping van de geldmarkt na. Hierdoor worden de banken dan gedwongen tot een beroep op de geldmarktsteun van DNB. De centrale bank houdt op deze wijze greep op de geldmarktrente via de vaststelling van de rentetarieven voor de verschillende vormen van geldmarktsteun (voorschotrente, speciale beleningsrente), en aldus via de geldmarktrente op de wisselkoers van de gulden.

De Nederlandse geldmarktkasreserve heeft dus een andere functie dan de Duitse. Bij deze functie past geen renteloos karakter, omdat DNB via dit instrument niet streeft naar beperking van de bancaire kredietverlening via het duurder maken van de 'funding' van de banken⁷. Invoering van een renteloze geldmarktkasreserve zou dus, gegeven de wisselkoersdoelstelling van DNB, qua uitwerking slechts het karakter dragen van een extra belasting op het bankwezen. Invoering hiervan met als enige doel het verhogen van de winst van DNB moet dan in het bepalen van een optimale belastingheffing worden afgewogen tegen een extra belasting opgelegd aan welke andere bedrijfstak dan ook.

Daarnaast legt DNB de banken verplichtingen op (mede) uit hoofde van een aantal andere taken die de Bankwet aan haar heeft toegekend. Het monetaire en bedrijfseconomische toezicht, geregeld in de Wet Toezicht Kredietwezen legt de banken uitgebreide (en dus kostbare) rapportageverplichtingen op. Op het vlak

van "het verzorgen van de bankbiljet-circulatie, het vergemakkelijken van het girale geldverkeer en het bevorderen van het betalingsverkeer met het buitenland" is het bankwezen DNB behulpzaam bij het uitvoeren van een deel van haar taken. Met het al jarenlange pleidooi van de centrale bank voor een kostendekkende exploitatie van het betalingsverkeer geeft DNB aan, dat naar haar mening deze taken voor het bankwezen een kostenpost vormen.

In de gehele relatie tussen DNB en de banken lijkt per saldo dan ook geen sprake te zijn van een rentesubsidie die de kosten van DNB voor de banken overschrijdt. Een verklaring van het verschil tussen potentieel en feitelijk rendement op de vorderingen in gulden moet eerder gezocht worden in een uitbreiding van het begrip feitelijk rendement met de maatschappelijke baten van een goed functionerend geldmarktbeleid dan in het vermeende 'in de watten leggen' van de Nederlandse banken.

Conclusie

Van Ewijk en Scholtens stellen zich interessante vragen omtrent het rendement van DNB. Het abstraheren van de interacties tussen de balans van DNB en de maatschappelijke doeleinden die deze instelling nastreeft, haalt echter de angel weg uit hun analyse. Desalniettemin is een belangrijke verdienste van hun artikel dat het kan bijdragen aan het creëren van een klimaat waarin de maatschappelijke desinteresse voor het financiële rendement van de centrale bank tot het verleden behoort.

Joris Scheepens

De auteur is werkzaam bij het Economisch Bureau van de ABN Amro bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

5. Zie W.W. Boonstra, Duitse Mindestreserven nader beschouwd, *Bank- en Effectenbedrijf*, mei 1992, blz. 24-28.

6. Overigens zijn er in Duitsland andere, compenserende regelingen die de 'pijn' voor het bankwezen verzachten. De belangrijkste is het relatief grote verschil tussen discontotarief en marktrente, waardoor de rentesubsidie aan het Duitse bankwezen relatief groot is. Daarnaast zijn er onder andere faciliteiten op het vlak van het betalingsverkeer en het liquiditeitsbeheer.

7. Zie bij voorbeeld E. den Dunnen en S. de Wilde, *Instrumenten van het Geld en Valutamarktbeleid in Nederland*, derde, herziene druk, NIBE, Amsterdam, 1991, blz. 56.

Koudwatervrees?

De reactie van Joris Scheepens lijkt een uiting van koudwatervrees voor het analyseren van de Nederlandse Bank. DNB streeft verschillende doelen na, waarvan we het nut niet ontkennen. Maar dat mag ons er niet van weerhouden om de baten en kostenstructuur te analyseren. In het artikel hanteren we als werkhypothese dat DNB als een gewone bank kan worden behandeld en constateren we dat, ondanks het monopolie op de bankbiljettenuitgifte, een lager rendement behaald wordt dan mogelijk zou zijn. Verder zijn we nagegaan waar dit door veroorzaakt is.

Kosten en baten

De rode draad in de kritiek van Scheepens is dat wij ons teveel hebben gefixeerd op de kosten van DNB en daardoor de baten uit het oog zijn verloren. Dit blijkt vooral uit zijn eerste kritiekpunt waarin hij wijst op de grote maatschappelijke waarde van het monetaire beleid van DNB. Dit is echter niet wat wij ter discussie stellen. Het doel van onze studie is een kwantificering van de directe kosten en baten van de Bank zoals vermeld in de jaarrekening. Vanuit het perspectief van de rijksbegroting biedt daarbij het verschil tussen het feitelijke rendement van de Bank en het potentiële rendement een goed uitgangspunt. Wij onderzoeken niet in hoeverre dit verschil noodzakelijk is om de welbekende taken van DNB op monetair gebied uit te kunnen voeren. Dit vergt een afweging van de maatschappelijke kosten en baten van DNB en het gevoerde monetaire beleid. Op deze vraag is niet eenvoudig een kwantitatief antwoord te geven. In ons artikel hebben wij dit aspect daarom bewust buiten beschouwing gelaten. Dat Scheepens deze aspecten er wel bij betreft is een stap voorwaarts in de discussie. Het is jammer dat Scheepens zich vooral richt op het opsommen van de maatschappelijke verdiensten van DNB en geen poging doet om deze baten te relateren aan de kosten, noch hen kwantificeert. De stelling dat de kosten van het afschaffen van monetair beleid in Nederland de kosten van DNB verre overtreft is weinig ter zake. De vraag is immers of hetzelfde monetaire beleid kan worden gerealiseerd tegen geringere kosten.

Laag rendement

Het tweede punt van kritiek is meer inhoudelijk. Wij zijn het eens met Scheepens dat de activa van DNB een rol vervullen in het monetaire beleid, en daarom een andere maatschappelijke betekenis hebben dan overheidsschuld. Terecht maant hij tot voorzichtigheid bij veranderingen in de officiële goud- en deviezenreserve. Vervolgens voert Scheepens tot onze verassing vooral punten aan die pleiten voor een actiever portefeuillebeleid van DNB. Met name wijst hij erop dat het dekkingspercentage zich op een 'vrij hoog niveau' bevindt, en derhalve ruimte laat voor enige vermindering. En voorts maakt hij melding van het feit dat de Belgische centrale bank door verkoop van een deel van de goudvoorraad haar winst met vijf miljard frank heeft kunnen vergroten.

Behalve de omvang van de reserves is echter ook het behaalde rendement van belang. Voor de goudvoorraad was 1991 een wat ongelukkig jaar door de daling van de goudprijs (ook 1992 is tot nu toe niet veelbelovend), maar een feit dat ons verwondert, is dat ook de deviezenvoorraad structureel een laag rendement oplevert. De vraag naar de noodzakelijke omvang van de goud- en deviezenvoorraad zou minder van belang zijn indien over deze activa een rendement wordt behaald vergelijkbaar met de rente op de geldmarkt.

Subsidie aan banken

Ten slotte gaat Scheepens in op de financiële banden tussen DNB en de banken. Hij wijst erop dat tegenover de impliciete subsidie van DNB ook kosten voor banken staan. Het bankwezen is DNB op verschillende fronten "behulpzaam bij het uitvoeren van een deel van haar taken", zo stelt Scheepens. Het is opvallend dat Scheepens hier eenzijdig de kosten voor banken benadrukt. Vallen de door Scheepens zo benadrukte maatschappelijke baten van de centrale bank ook niet voor een belangrijk deel toe aan de banken? De banken profiteren immers bij voorbeeld van een goed geordend stelsel, van de degelijke reputatie van DNB op het gebied van prudentieel toezicht en van de mogelijkheid om een beroep te kunnen doen op deze 'lender of last resort'. Concreter is de verwijzing van Scheepens naar de kosten van de omvangrijke rapportageverplichtingen van banken. Het is echter nog de vraag of deze kosten indirect via

een subsidie op het bancaire beroep bij DNB moeten worden vergoed. Een dergelijke kruiselingse subsidie is niet marktconform en derhalve economisch weinig efficiënt. Onbegrijpelijk is zijn argument dat banken ook kosten ondervinden van het DNB-geldmarktbeleid doordat dit veelvuldig tot een omgekeerde rentestructuur zou leiden. In de eerste plaats wordt de rentestructuur vooral vanuit het buitenland opgelegd. Ten tweede is het beleid van DNB er juist op gericht om, gegeven de internationale omstandigheden, de korte rente zo laag mogelijk te houden.

Scheepens' conclusie dat de subsidie door DNB de kosten voor de banken niet overtreft, is speculatief. Het is jammer dat hij zijn argumentatie ook op dit punt niet cijfermatig kan onderbouwen.

Wat betreft de kasreserveverplichting heeft Scheepens gelijk dat het Duitse geldmarktbeleid (gericht op de geldhoeveelheid) wezenlijk afwijkt van het Nederlandse (rentegeërichte) beleid. Dit betekent echter niet automatisch dat in het Nederlandse geldmarktbeleid een renteloze kasreserve niet zou passen. Het is zelfs de vraag of met het afnemende relatieve belang van de bankbiljetcirculatie de centrale banken niet de kasreserve in de toekomst nodig zullen hebben als basis voor hun winst. Overigens levert de vraag of al dan niet rente moet worden vergoed op kasreserves interessante monetaire en welvaartstheoretische kwesties op, die niet zo eenvoudig zijn te beantwoorden. Blijven we bij de feiten, dan valt op dat banken in de meeste landen worden 'belast' door middel van renteloze kasreserveverplichtingen. Nederland vormt in dit opzicht samen met onder meer IJsland een uitzondering.

Conclusie

Scheepens' commentaar is een stap voorwaarts in de discussie over de seigniorage van DNB. De waarde ervan is gelegen in het benadrukken van de maatschappelijke baten die de centrale bank oplevert voor de samenleving in het algemeen en voor de financiële sector in het bijzonder. Scheepens verzuimt evenwel aan te geven waarom dit een rechtvaardiging zou vormen voor het lage rendement van DNB.

**Casper van Ewijk
Bert Scholtens**