

Het goud der Nederlanders

Vorige week dinsdag maakte De Nederlandsche Bank (DNB) bekend dat ze 400 ton goud, een kwart van haar goudvoorraad, had verkocht voor ongeveer f 7,5 miljard¹. Omdat de boekwaarde lager was dan de marktwaarde leverde dit een winst van circa f 240 miljoen op. De opbrengst van het goud wordt rentedragend uitgezet. Daarbij worden de extra renteinkomsten geschat op zo'n f 400 miljoen per jaar. Dit bedrag kan ten goede komen aan de staat, de enige aandeelhouder van DNB. De motivatie van DNB voor de transactie is gelegen in de behoefte om het aandeel van het goud binnen het totaal van de officiële reserves meer in overeenstemming te brengen met dat in andere belangrijke goudhoudende landen.

In dit artikel geven we een beoordeling van de goudverkoop door DNB. Eerst gaan we na of de omvang en de samenstelling van de re-

serve nu meer conform is aan die in andere landen. Vervolgens plaatsen we enkele kanttekeningen bij de wijze waarop de baten van deze transactie verwerkt worden.

Internationale vergelijking

De totale goudreserves in de wereld bedroegen medio 1992 volgens het Internationale Monetaire Fonds 932,3 miljoen troy ounces fijnoud (1 troy ounce = 31,103 gram). Daarvan werd zo'n 84% aangehouden in de industrielanden en 39% in de EG-lidstaten. Het Nederlandse aandeel in de officiële goudreserves bedroeg bijna 5%. In tabel 1 is van de grootste industrielanden en de EG-lidstaten vermeld wat de omvang is van hun officiële reserves (goud, deviezen, reservepositie IMF, SDR's en officiële ecu's). De landen met de grootste goudvoorraad in de zomer van 1992 zijn de VS, Duitsland, Zwitserland, Italië, Frankrijk en Nederland (kolom 1). In deze landen, en in de BLEU, vormt goud meer dan een vijfde deel van de totale officiële reserves (kolom 3). Samen beheren ze 70% van de officiële goudreserves in de wereld.

De verhouding tussen de reserves en het bnp wordt meestal gebruikt om de reservepositie van een land weer te geven (zie kolom 4). Uit de confrontatie van de officiële reserves met het bnp blijkt dat de reservepositie het hoogst is in Portugal. Op afstand volgen Zwitserland, Ierland en Spanje. In kolom 5 is de verhouding tussen de goudreserves en het bnp weergegeven. Volgens deze maatstaf blijkt het goud relatief het belangrijkste in Zwitserland, Portugal, Nederland en België/Luxemburg. De verkoop van een kwart van de Nederlandse goudvoorraad betekent dat haar goudreserves worden teruggebracht tot 25% van de totale officiële reserves en tot 4% van het bnp. Daarmee blijft Nederland dus een land waar goud een belangrijk onderdeel vormt van de reserves.

Een relevant referentiekader ter beoordeling

van het belang van de goudreserves is de situatie in de EG. In de toekomst zal er volgens het EMU-verdrag één Europese centrale bank komen die ook de reserves gaat beheren. In tabel 2 is de relatieve verdeling van de goudreserves (kolom 1) en de officiële reserves (kolom 2) over de EG-lidstaten vermeld. De goudreserves in de EG bedragen ongeveer \$ 125 miljard. De totale officiële reserves zijn medio 1992 ongeveer \$ 680 miljard. Goud maakt dus 18,4% uit van de officiële reserves in de EG.

Uit kolom 1 van tabel 2 blijkt dat de goudreserves sterk geconcentreerd zijn. Vier lidstaten (Duitsland, Frankrijk, Italië en Nederland) hebben samen bijna 80% van het goud in de EG onder hun hoede. De totale officiële reserves zijn minder geconcentreerd. Duitsland, Frankrijk, Italië, Spanje en het VK beheren samen ruim 75% van deze reserves.

Een indicatie voor de gewenste absolute omvang van de goudreserves of van de totale reserves in de EG valt moeilijk te geven. Over de relatieve omvang kunnen we wel wat zeggen. Als referentiekader hanteren we daartoe het EMU-verdrag. Hierin is een verdeelsleutel opgenomen voor de bijdrage van de centrale banken in het kapitaal van het Europees Monetair Instituut (EMI), de voorloper van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB). Deze sleutel zal ook gebruikt worden bij eventuele winstuitkeringen aan de lidstaten. De verdeelsleutel is gebaseerd op twee aspecten: economische omvang en bevolkingsomvang. De waarde van de EMU-sleutel (kolom 3 van tabel 2) hebben we berekend op basis van recente gegevens voor de bevolkingsomvang (1990) en het bruto binnenlands produkt (gemiddelde 1986-1990). Voor Nederland komen we zo op een gewicht van 4,7%.

Vergelijken we kolom 3 met kolom 2, dan blijkt dat 'te veel' reserves aangehouden worden door de Beneluxlanden, Ierland, Portugal en Spanje. Denemarken en Duitsland tonen slechts geringe verschillen tegenover hun aandeel in de totale reserves en hun gewicht volgens de EMU-sleutel. Frankrijk, Griekenland, Italië en het VK houden volgens dit criterium 'te weinig' reserves aan.

Tabel 1. Reserves en reserveposities (bedragen in \$ miljard)

Land	Goud	Totale reserves	Goud % tot.res.	Tot.res. % bnp	Goud % bnp
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
VS	89,1	155,1	57,4	2,7	1,6
Japan	8,2	129,6	6,4	3,8	0,2
Canada	3,9	29,2	13,5	5,1	0,7
Austr.	2,7	26,7	10,1	9,5	1,0
Zweden	2,1	42,8	4,8	19,5	0,9
Zwits.	28,3	76,1	37,2	32,4	12,1
BLEU	8,2	33,4	24,6	16,1	4,0
Denem.	0,6	12,8	4,4	10,2	0,5
Duitsl.	32,4	142,7	22,7	9,0	2,0
Frankr.	27,8	85,6	32,5	7,1	2,3
Griek.	1,2	9,0	13,0	13,6	1,8
Ierland	0,1	9,9	1,2	26,1	0,3
Italië	22,7	82,5	27,5	7,1	2,0
Nederland	14,9	45,5	32,9	15,9	5,2
Portugal	5,5	49,1	11,2	83,6	9,3
Spanje	5,3	129,4	4,1	24,8	1,0
VK	6,4	79,6	8,0	7,8	0,6

Bron: IMF, *International Financial Statistics*; reserves per medio 1992; bnp van 1991 of 1990.

1. Perscommuniqué De Nederlandsche Bank, 12 januari 1993.

Vergelijken we kolom 3 met kolom 1, dan blijkt dat de Benelux-landen en Portugal 'te veel' goud aanhouden. Duitsland, Frankrijk en Italië laten weinig afwijkende verhoudingen zien. 'Te weinig' goudreserves zijn er in Denemarken, Griekenland, Ierland, Spanje en het VK.

De transactie van DNB heeft géén invloed gehad op haar totale officiële reserves. Alleen de samenstelling van de reserves is veranderd. De goudreserves zijn met een kwart verminderd, dat betekent dat het relatieve aandeel van de goudreserves van Nederland in die van de EG ook verminderd is. Maar tegelijkertijd zijn de goudreserves van de EG teruggelopen. Hiervoor gecorrigeerd zou het fictieve aandeel van Nederland in de goudreserves komen op 9,24% (als andere landen niet ook tot goudverkoop overgaan). Als DNB haar goudvoorraad zou willen terugdringen tot het relatieve belang van Nederland in de EG volgens de EMU-sleutel, dan zou ze nog 50% van haar goud moeten verkopen. In totaal zou dus 75% van de goudvoorraad afgestoten moeten worden, in plaats van de huidige 25%, om te komen tot een evenredig aandeel van het goud in de reserves.

Een absolute maatstaf voor de totale gewenste officiële EG-reserves ontbreekt. Als de totale reserves gelijk blijven bij de vorming ESCB, dat wil zeggen \$ 680 miljard, is er dus geen profijt van integratie vanuit dit oogpunt. Besparing op de deviezenreserve is echter mogelijk door het wegvallen van wisselkoersonzekerheid in de EMU. Alle EG-valuta's in de

portefeuilles kunnen dan vervangen worden door niet-EG-valuta's (dollar, yen, Zwitserse frank). Als Nederland zijn relatieve aandeel in de reserves volgens de EMU-sleutel wil hebben, betekent dit dat DNB haar reserves met circa een derde kan verminderen (circa f 13 miljard).

Het is echter realistischer om te rekenen met schaalvoordelen van een gezamenlijke centrale bank. De reserves van het ESCB zullen dan beduidend lager kunnen zijn dan die van de afzonderlijke centrale banken samen. Dat betekent dat DNB haar reserves nog verder kan terugbrengen.

Verdeling van de winst

Door de goudverkoop zijn de totale reserves van DNB niet verminderd. De opbrengsten zijn opnieuw belegd in deviezen, met name dollartegoeden. Bij de transactie is een boek-winst gerealiseerd van circa 240 miljoen. Het goud is verkocht tegen een gemiddelde prijs van circa f 18.800 per kilogram, terwijl het voor f 18.200 op de balans was gewaardeerd. Het is opmerkelijk dat deze gerealiseerde boekwinst niet is uitgekeerd aan de aandeelhouder, de staat, maar toegevoegd is aan de reserves onder de post 'Waarderingsverschillen goud en deviezen'. Deze post wordt sinds het midden van de jaren zeventig gebruikt om fluctuaties in de waardering van goud en deviezen op te vangen, zodat deze niet doorwerken in de winst- en verliesrekening van DNB. Doordat per saldo de waardering van de officiële reserves is gestegen, is deze reservepost opgelopen tot ruim f 19,5 miljard per ultimo 1992.

Op deze waardering moet overigens nog een correctie plaatsvinden door de herwaardering van de goudvoorraad, die eens in de drie jaar plaatsvindt. Bij het uitkomen van het jaarverslag over 1992 wordt de nieuwe waardering van het goud bekendgemaakt. Deze wordt berekend op basis van de laagste jaargemiddelde waarde van goud in de afgelopen drie jaar, en vervolgens nog eens verminderd met circa 30%. Volgens onze berekening zal de goudvoor-

Tabel 2. Aandeel EG-lidstaten in gezamenlijke goudreserves en officiële reserves, alsmede EMU-sleutel, in procenten

Land	Aandeel in goudreserves (1)	Aandeel in officiële reserves (2)	EMU-sleutel (3)
BLEU	6,58	4,92	3,30
Denemarken	0,45	1,88	1,95
Duitsland	25,89	21,00	22,20
Frankrijk	22,26	12,59	18,70
Griekenland	0,93	1,32	2,10
Ierland	0,10	1,46	0,90
Italië	18,13	12,15	17,65
Nederland	11,95	6,69	4,70
Portugal	4,38	7,22	1,95
Spanje	4,25	19,04	9,65
VK	5,08	11,72	17,10
EG	100	100	100
EG (\$ mrd)	125	679	

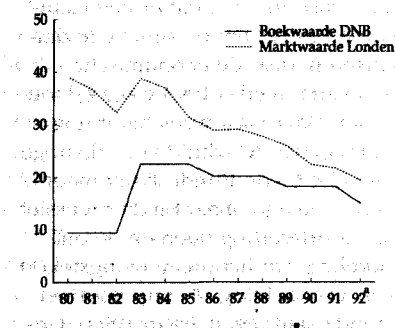
Bron: tabel 1 (kolom 1 en 2); berekend uit *European Economy* (kolom 3).

raad, die nu nog voor f 18.200 in de boeken staat, afgewaardeerd worden tot circa f 15.000, een verschil van bijna 20%. De reservepost vermindert hierdoor met circa f 4,2 miljard.

Door de omzetting van goud in rentedragende deviezen neemt de geregistreerde winst van DNB toe. De Bank verwacht een winststijging van circa f 400 miljoen; dat is een rente van ruim 5% op de f 7,5 mrd aan nieuwe deviezen. Omdat de koerswinsten en -verliezen buiten de exploitatierekening van DNB worden gehouden, is dit overigens geen goede maatstaf voor het werkelijke rendement van de Bank. Gemeten over de afgelopen jaren kan het voordeel aanzienlijk groter zijn. Zoals uit figuur 1 blijkt, is de marktwaarde van goud sinds het begin van de jaren '80 voortdurend gedaald.

Het rendement waartegen de goudopbrengst is herbelegd, ligt ruim onder de rente waartegen de staat moet lenen. Dit is normaal omdat DNB haar middelen kort uitzet, terwijl de staat zijn schuld lang financiert. Anders gezegd, de Nederlandse staat lijdt structureel verlies op de middelen die hij aan de centrale bank ter beschikking stelt voor het uitvoeren van haar taken. Vanzelfsprekend moet DNB beschikken over voldoende reserves om deze taken naar behoren te kunnen uitvoeren, maar daarboven is het gewenst om deze middelen zoveel mogelijk te minima-

Figuur 1. Goudprijs per kilogram; boekwaarde DNB en marktwaarde te Londen, in duizenden guldens



a. 1992: boekwaarde gebaseerd op goudprijs in 1989-1991; marktwaarde op gemiddelde januari-november.
Bron: DNB, Kwartaalbericht.

liseren. Bij overmatige middelen gaat DNB in wezen als een beleggingsinstelling voor het Rijk fungeren, maar met een aanzienlijk lager rendement dan waartegen het Rijk zelf leent².

Door de verkoop van de goudvoorraad neemt de deviezenvoorraad met meer dan 10% toe. Internationaal gezien is hier in het geheel geen reden toe. Met het oog op de inbreng in de toekomstige Europese centrale bank zijn de Nederlandse deviezen eerder te ruim dan te krap. Ook bezien vanuit het valuta- en geldmarktbeleid van DNB is er geen noodzaak voor een aanzienlijke vergroting van de deviezenportefeuille. Het is daarom de vraag of de opbrengst van de goudverkoop wel aan de deviezenreserve moet worden toegevoegd. De functie van deviezen is immers geheel anders dan die van goud. Vanuit portefeuille-oogpunt ligt het meer voor de hand om goud om te zetten in langlopende beleggingen in plaats van in kortlopende titels. Belegging van het bedrag van f 7,5 miljard in staatsobligaties zou bij voorbeeld jaarlijks f 525 miljoen opleveren (de obligatierente stellen we hier op 7%). Dat betekent dat in vergelijking met de aangekondigde winstverhoging van f 400 miljoen per jaar, jaarlijks f 125 miljoen verloren gaat. Een andere manier om hetzelfde te bereiken is om een deel van de reserves van DNB direct uit te keren aan het Rijk.

Conclusie

In het huidige internationale (fiduciaire!) monetaire systeem heeft gouddekking haar monetaire betekenis verloren. Daarom moeten de goudverkopen door DNB positief beoordeeld worden. Dit laat onverlet dat er kritiek mogelijk is op de aard en de omvang van de transactie. Bij onze analyse zijn we uitsluitend uitgegaan van economische overwegingen. Politieke en psychologische factoren zijn buiten beschouwing gelaten. Deze kunnen zeker op korte termijn een grote rol spelen.

Een eerste kritiekpunt is dat de goudverkopen te laat hebben plaatsgevonden. De verkoopprijs van het Nederlandse goud bedroeg bijna f 19.000, terwijl tien jaar geleden de verkoopprijs het dubbele hiervan geweest zou zijn. In die tien jaren heeft het goud geen rendement opgeleverd en is het in waarde gedaald.

Deze kritiek is echter te gemakkelijk omdat de prijsontwikkeling moeilijk te voorzien valt.

Belangrijker is ons tweede kritiekpunt, namelijk dat DNB te weinig goud verkocht heeft. Indien ze de samenstelling van haar reserves wil laten aansluiten bij die van andere landen, met name de EG-partners, vanwege de beoogde economische en monetaire unie, dan zou ze driekwart van haar goudreserves hebben moeten afstoten in plaats van het huidige kwart.

Ons derde punt betreft de aanwending van de opbrengst van de goudverkoop voor een overbodige, en dus ongewenste, vergroting van de deviezenvoorraad. De omvang van de reserves is in vergelijking met andere EG-landen zeer hoog. Ook de taken van DNB (monetair toezicht, prudentieel toezicht, structuurbeleid, kassier van de staat) lijken de grote omvang van de reserves niet te rechtvaardigen. Uit dien hoofde ligt omzetting van goud in langlopende beleggingen meer voor de hand. Daar komt bij dat het rendement van DNB op haar beleggingen beduidend lager is dan de rente op staatsobligaties. Het is daarom efficiënter om de boekwinst van de goudverkoop niet ten gunste van DNB maar ten gunste van de staat te laten komen. De staat moet deze middelen dan wel gebruiken om zijn schuld te verminderen. Dan heeft de overboeking van de reserves van de Bank naar de staat geen monetaire betekenis, maar levert het uitsluitend een efficiëntere vermogenspositie op. Verder is het logisch dat DNB de omvang van haar reserves reduceert. Ook deze middelen kunnen gebruikt worden om de schuld van de staat te verkleinen.

C. van Ewijk L.J.R. Scholtens

Casper van Ewijk is hoogleraar economie aan de Universiteit van Amsterdam en de Katholieke Universiteit Brabant. Bert Scholtens is verbonden aan de vakgroep macro-economie van de Universiteit van Amsterdam.

2. C. van Ewijk en L.J.R. Scholtens, The distribution of seigniorage in the Netherlands, *De Economist*, 1992, blz. 446-469. Zie ook C. van Ewijk en L.J.R. Scholtens, De winstgevendheid van De Nederlandse Bank, *ESB*, 1 juli 1992, blz. 640-644.