



Het Jaarverslag van De Nederlandsche Bank

De sterke groei van de geldhoeveelheid

DRS. R.TH.V.M. POUW*

Inleiding

In het Algemeen Overzicht van het *Jaarverslag 1983* van De Nederlandsche Bank (DNB) spreekt de president zich enigszins zorgelijk uit over de uitbundige monetaire expansie in 1983. Hoewel de analyse en de visie van dr. Duisenberg in het Algemeen Overzicht als helder kan worden gekwalificeerd, zijn sommige passages die betrekking hebben op het grote monetaire beleid (gericht op de geldhoeveelheid) minder doorzichtig. De president geeft aan dat er een zeker spanningsveld bestaat tussen het op gang komend economisch herstel in de marktsector, dat niets in de weg mag worden gelegd, en de hoge geldgroei die een gevaar zou kunnen opleveren voor het duurzame karakter van het economisch herstel. Uit zijn betoog valt echter niet goed te destilleren wat uiteindelijk in het monetaire beleid de doorslag zal geven.

In het navolgende zal wat dieper op de onderliggende oorzaken van de liquiditeitscreatie in 1983 worden ingegaan. Tevens zullen de mogelijke monetaire ontwikkelingen voor 1984 worden geënschetst. Indien de daarin besloten verwachting wordt bewaarheid, dan kan de kans op een reactivering van de kredietrestrictie als klein worden ingeschat.

Kredietverlening aan de private sector

Na jaren van teruggang vertoonde de totale kredietverlening door het bankwezen aan de private sector in 1983 een iets hogere groei (zie tabel 1). De korte-kredietverle-

ning daarentegen liep daarbij wederom terug. Het groeitempo van de (middel)lange uitzettingen verdubbelde bijna ten opzichte van het voorafgaande jaar tot ca. 6%.

De groei van de korte-kredietverlening viel verder terug doordat de bedrijven in 1983 opnieuw op hun voorraden inteerden en de omvangrijke voorfinanciering aan de institutionele beleggers in het verslagjaar achterwege bleef; deze losten per saldo af 1). Bij de (middel)lange uitzettingen trad er een absolute daling op in de sfeer van de grotere kredieten (omvang groter dan f. 2 mln.). Deze teruggang kan vermoedelijk worden verklaard doordat bij de grotere – op export gerichte – ondernemingen de cash flow verbeterde, waardoor de behoefte aan externe middelen afnam. De toename in de (middel)lange uitzettingen kwam vooral tot stand door een grotere kredietverlening (omvang tot f. 2 mln.) aan kleine en middelgrote bedrijven, waar de bedrijfsresultaten nog onder druk staan.

De kredietverlening aan de gezinshuishoudingen nam ook wat meer toe dan in 1982. Met name de verstrekking van hypothecair krediet vertoonde een versnelling, bij enig herstel op de woningmarkt en een lagere rente dan in 1982. Daarnaast werden in 1983 veel lopende hypotheekcontracten met een hoge rente omgezet in contracten met een lagere rente. De consumptieve kredietverlening vertoonde voor het derde achtereenvolgende jaar een verdere – absolute – daling en weerspiegelt de nog steeds sombere inkomensperspectieven en het terughoudend acceptatiebeleid van het bankwezen.

Kredietverlening aan de overheid

Ook in het verslagjaar verleende het bankwezen op grote schaal krediet aan de overheid. Hoewel het groeitempo van de lange uitzettingen aan de overheid (in de vorm van onderhandse leningen en de aankoop van staatsobligaties) bijna halveerde tot 26%, was de netto aanwas van overheidsschuld bij het bankwezen maar van iets geringere omvang dan in het voorafgaande jaar (f. 6,6 mrd. versus f. 7,4 mrd. in 1982).

Van de gevestigde overheidsschuld van ca. f. 212 mrd. is nu ruim f. 32 mrd. in handen van het bankwezen. Deze ontwikkeling is volgens de president niet geheel zonder gevaren 2). De vragen die inzake deze ontwikkeling moeten worden gesteld zijn ten eerste hoelang het bankwezen zal doorgaan met – op een dergelijke schaal – het beleggen in overheidsschuld; ten tweede is volgens Duisenberg aan de orde in hoeverre zij ermee zouden moeten doorgaan.

Met de eerste vraagstelling doelt de president op het tijdstip dat ook de private sector zich weer gaat melden als kredietvrager. In een dergelijke situatie zal de overheid haar beroep op kapitaalmarkt-middelen moeten hebben teruggedrongen om het bedrijfsleven – in de latere fase van de opgaande conjunctuur – financieringsruimte te geven. De binnenlandse besparingen zouden in dat geval wel eens onvoldoende kunnen zijn om zowel het tekort van de overheid als de additionele private kapitaalvraag op te vangen. De tweede vraagstelling slaat volgens dr. Duisenberg op het feit dat kredietverlening aan de overheid niet geheel van risico's is ontbloot. De banken hebben hun uitzettingen aan de overheid met kort aangetrokken middelen gefinancierd 3). Indien de korte rente (weer) zou gaan stijgen betekent dit voor de banken een verkleining van hun rentemarge hetgeen hun rentabiliteit ongunstig zou beïnvloeden.

Met de kredietverlening door het bankwezen aan de overheid van deze omvang tekent zich een dilemma voor DNB af. Enerzijds moet DNB – uit hoofde van het bedrijfseconomisch toezicht – waken voor een gezond bankbeleid. Het renterisico dat de banken lopen met hun uitzettingen bij de overheid, loopt daarmee niet parallel. Anderzijds – bekent Duisenberg – zijn de banken een belangrijke marktpartij geworden. Plotseling wegblijven (d.w.z. het

Tabel 1. Actief bedrijf van de geldscheppende instellingen

	Stand per ultimo 1983 (in mln. gld.)	Mutaties in % per jaar		
		1981	1982	1983
Bankkrediet aan de private sector	222.760	5	3	4
waarvan:				
– kort	85.210	5	3	1
– hypotheeklen op woningen	71.990	5	3	5
– overige (middel)lange uitzettingen	65.560	8	3	7
Lange uitzettingen bij de overheid	31.580	19	42	26
Bruto geldscheppend bedrijf	254.340	6	6	6

Bron: DNB *Jaarverslag 1983*, tabel 25

* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro Bank. Het artikel is geschreven à titre personnel.

1) In 1982 waren de institutionele beleggers – in anticipatie op een verdere daling van de lange rente – in belangrijke mate kort voorgefinancierd.

2) Zie *Jaarverslag*, blz. 27.

3) Dekking van kredietverlening aan de overheid door het aantrekken van kapitaalmarkt-middelen zou op dat moment in een negatieve marge resulteren. De overheid wordt door de markt als een betere debiteur gekwalificeerd dan het bankwezen, waardoor de rente op lange middelen voor de overheid lager uitvalt.

Tabel 2. (Lang) passief bedrijf van de geldscheppende instellingen

	Stand per ultimo 1983 (in mln. gld.)	Mutaties in % per jaar		
		1981	1982	1983
Lange passiva	154.180	8	3	2
waarvan:				
- eigenlijk spaargeld	84.960	13	2	-2
- overige lange middelen	69.220	3	3	6

Bron: DNB, Jaarverslag 1983, tabel 25

niet verstrekken van additioneel krediet) zal dan niet zonder repercussies zijn voor de balanswaarde 4) van de overheidsobligaties en daarmee op het rendement van het bankwezen.

De kredietverlening aan de private sector en de overheid resulteerde in het verslagjaar in een toename van het bruto geldscheppend bedrijf bij het bankwezen die even groot was als in 1982 en 1981, nl. 6%. Onder invloed van de verder afnemende inflatie en toegenomen landenrisico's bleef een aanwas van buitenlandse activa van de banken voor het tweede achtereenvolgende jaar - in reële termen - vrijwel achterwege. De groei van de buitenlandse activa was weliswaar zo'n 7,5%, maar deze relatief sterke toename is in belangrijke mate beïnvloed door wisselkoerseffecten. Hiervoor gecorrigeerd bedroeg de stijging ca. 3,5%.

Ontwikkeling (lang) passief bedrijf

De toename van de lange passiva viel in 1983 verder terug tot 2% (1982: 3%) (zie tabel 2).

Onder invloed van de daling van de vrije gezinsbesparingen en opnieuw grote effectenaankopen door particulieren, vertoonde het eigenlijke spaargeld een absolute daling. Binnen het spaargeldenbestand trad er - onder invloed van een lagere geldmarktrente - een verschuiving op van te goeden die worden aangehouden op depositorekeningen naar kortlopende spaarrekeningen. De daling in de vrije besparingen kan worden verklaard uit de stijging van de contractuele component van de gezinsbesparingen (besparingen via pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen). Het sparen via deze instituties - in tegenstelling tot die via het bankwezen - biedt de consument aanmerkelijk grotere fiscale voordelen. Daarnaast is het aanmerkelijk dat de gezinnen minder uit het inko-

men zijn gaan sparen. Enerzijds staat dat inkomen al jarenlang onder druk en anderzijds was er in 1983 bij de consument sprake van een inhaalvraag in verband met uitgestelde consumptie in het verleden. De stortingen op spaarrekeningen liepen in 1983 ten opzichte van het voorafgaande jaar met f. 6 mrd. belangrijk terug, terwijl de terugbetalingen zich op het hoge niveau van 1982 handhaafden. Per saldo was er in het verslagjaar sprake van een negatief stortingsoverschot van f. 4,5 mrd.

De aanwas van de overige lange passiva (voornamelijk obligaties en onderhandse leningen) lag weliswaar op een hoger niveau, maar was volstrekt onvoldoende ter compensatie van het bruto geldscheppend bedrijf van het bankwezen. Het resultaat van deze niet synchrone ontwikkelingen in het bancaire actief en passief bedrijf was dat het netto geldscheppend bedrijf van het bankwezen - wederom - fors toenam.

Liquiditeitscreatie

De bovenomschreven ontwikkelingen bij het bankwezen hebben in zeer belangrijke mate bijgedragen aan de groei van de binnenlandse liquiditeitenmassa (zie tabel 3).

Uit de tabel blijkt verder dat in 1983 de binnenlandse liquiditeitscreatie meer dan volledig door het bankwezen is veroorzaakt. Deze uitkomst is echter - evenals in 1982 - voor het overgrote deel het gevolg van het financieringsgedrag van de overheid, dat zijn weerslag vindt in zowel de actief- als passiefzijde van de bankbalansen.

De monetaire uitkomst van het bankwezen, te zamen met de toevloeiing van liquiditeiten uit het buitenland (nationaal liquiditeitsoverschot) als gevolg van het betalingsverkeer met het buitenland, hadden tot resultaat dat de liquiditeitenmassa in

1983 voor het tweede achtereenvolgende jaar zeer sterk toenam. De liquiditeitsquote steeg met 2,5 procentpunt tot 41 ultimo 1983 en ligt daarmee zo'n 5,5 procentpunt hoger dan in 1977.

Ondanks het verder oplopen van het groeitempo van de liquiditeitenmassa en de daaruit voortvloeiende stijging van de liquiditeitsquote heeft DNB niet in de monetaire ontwikkeling willen ingrijpen, hoewel de Bank van mening is dat de potentiële gevaren op langere termijn - bij doorzetting van de huidige ontwikkeling - geleidelijk aan groter worden. Het niet ingrijpen door DNB berustte op de volgende overwegingen 5). Ten eerste was de liquiditeitsaanwas verklaarbaar in het licht van de halvering van de inflatie en de daling van het gemiddelde renteniveau van 1982 naar 1983. Daarnaast waren er vanuit het conjunctuureel en structureel verzwakte bedrijfsleven sterke krachten tot vergrote geldaanhouding werkzaam. Doorslaggevend voor het beleid was de reductie van het inflatietempo en het vooruitzicht dat de lonen tot eind 1984 stabiel zouden blijven. Dit betekende een belangrijke beperking van het directe gevaar voor een opleving van de inflatie casu quo inflatieverwachtingen.

Monetaire vooruitzichten voor 1984

Het ligt niet zonder meer voor de hand de - explosieve - monetaire ontwikkelingen welke zich in 1983 hebben voorgedaan ook naar dit jaar door te trekken. Hoewel één en ander met grote onzekerheid is omgeven mag worden verwacht dat de liquiditeitscreatie door het bankwezen dit jaar lager zal uitvallen. Hiervoor gelden de volgende overwegingen. De korte-kredietverlening aan de private sector zal zich - voornamelijk op grond van voorraadopbouw (het CPB verwacht voor 1984 een voorraadomslog van ca. f. 6 mrd.) - op een wat hoger groeipad begeven. Bij de (middellange) uitzettingen aan het bedrijfsleven wordt een gematigde ontwikkeling verondersteld. De groei is afhankelijk van de aanwending die het bedrijfsleven aan de verwachte verdere verbetering van zijn financiële positie zal geven. Indien het deze aanwendt voor investeringen kan het beroep op bankkrediet vooralsnog beperkt blijven. Gaat het bedrijfsleven niet tot investeringen over dan mag worden verwacht dat de cash flow zal worden gebruikt voor schuldaflossing (liquiditeitsvernietiging). De kredietverlening aan de overheid door het bankwezen zal wellicht ook iets minder sterk toenemen. Enerzijds kan het netto kapitaalmarktberoep - op grond van de verwachte daling van het financieringstekort - van de overheid verminderen. Anderzijds hebben de banken - bij

4) Indien de banken zouden wegblijven, betekent dit dat er aanbod van kapitaalmarkt-middelen wegvalt. Dit zou een opwaartse druk op het renteniveau teweeg kunnen brengen, waardoor de waarde van de al uitgegeven obligaties daalt.
5) Zie Jaarverslag, blz. 75.

Tabel 3. Oorzaken van de veranderingen in de gecorrigeerde binnenlandse liquiditeitenmassa (in mrd. gld.)

	1981	1982	1983
Liquiditeitscreatie t.b.v. de overheid	1,1	-2,4	-0,8
Liquiditeitscreatie door het bankwezen	2,1	9,7	12,6
- kort krediet aan de private sector	3,6	2,5	0,8
- netto lang bedrijf van het bankwezen	-1,5	7,2	11,8
Diversen	-0,1	-2,4	-1,9
Totale binnenlandse liquiditeitscreatie	3,1	4,9	9,9
- (waarvan t.b.v. de overheid)	(4,0)	(5,0)	(5,8)
Nationaal liquiditeitsoverschot	3,8	4,4	2,8
Verandering in de binnenlandse liquiditeitenmassa	6,9	9,3	12,7

Bron: DNB, Jaarverslag 1983, tabel 24

een verwachte opleving van de korte kredietverlening – weer alternatieve aanwendingsmogelijkheden in de private sector. Voor de kredietverlening aan de gezins-huishoudingen mag – onder de huidige financieel-economische situatie – een zeer gematigde groei worden verwacht. Voor de ontwikkeling van de lange passiva bij het bankwezen moet met een hoger groeipad rekening worden gehouden. Aan de afkalking van de spaargelden bij het bankwezen is in het vierde kwartaal van 1983 een eind gekomen en de cijfers over januari 1984 wijzen op een verdere verbetering. Verder is het niet aannemelijk dat – nu de koersen van aandelen zo'n 50% zijn gestegen – wederom een aanzienlijk deel van de vrije besparingen in de richting van de aankoop van effecten zal gaan, zodat een groter gedeelte van de gezinsbesparingen naar de banken zal kunnen toevloeden.

Daarnaast zullen de banken naar verwachting – nu de renteverwachting voor 1984 zich rond de huidige niveaus lijkt te stabiliseren – een actiever beroep op de onderhandse en openbare kapitaalmarkt doen. Gegeven de bovenomschreven ontwikkelingen voor het bankwezen mag worden aangenomen dat het netto geldschepend bedrijf van de banken dit jaar een lager groeitempo zal vertonen dan in 1983. De overheid zal in 1984 – niet direct – aan geldcreatie doen. De regering heeft besloten, met het oog op de aan de monetaire ontwikkeling inherente risico's, haar beleid voor 1984 opnieuw te richten op volledige dekking van het tekort van het rijk op de kapitaalmarkt.

Ten slotte zal er uit hoofde van het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans dit jaar wederom sprake zijn van toevloeiing van liquiditeiten uit het buitenland. Gegeven echter de sterke valutaire positie van de gulden, waardoor – internationaal gezien – Nederland met een relatief lager renteniveau kan volstaan, zal er via de kapitaalrekening een mitigerende werking uitgaan op de liquiditeitscreatie uit hoofde van het overschot op de lopende rekening. Per saldo zal het nationaal liquiditeitsoverschot dit jaar niet veel afwijken van dat van 1983.

Besluit

De onevenwichtigheden in de Nederlandse overheidsfinanciën hebben niet alleen negatieve repercussies in de reële sfeer, maar in toenemende mate ook op de monetaire ontwikkelingen. Een continuering van uitbundige monetaire expansie zou de voorwaarden waaronder het – beginnend – economisch herstel een duurzaam karakter kan krijgen, kunnen frustreren. Tot die voorwaarden behoort, aldus Duisenberg, een beheerste geldgroei die voorkomt dat de inflatie weer de kop opsteekt en dat het vooruitzicht daarop het vertrouwen vermindert en de rente opdrijft.

De "koninklijke weg" voor het vervullen van deze voorwaarden is die welke aangrijpt bij de belangrijkste oorzaak van de groeiende monetaire dreiging: het buiten

zijn oevers getreden financieringstekort en bij de wijze van financiering daarvan 6). Tegen deze achtergrond is Duisenberg sterk gekant tegen een beleid gericht op het stimuleren van de binnenlandse bestedingen dan wel het geleidelijker terugbrengen van het financieringstekort. Tekortreductie is absoluut noodzakelijk omdat anders de rente- en aflossingsverplichtingen in de komende jaren nog sterker zullen toenemen.

Indien de overheid er niet in slaagt haar substantiële bijdrage aan de binnenlandse liquiditeitscreatie te verminderen neemt de kans dat het monetaire beleid restrictiever wordt toe. Een kredietrestrictie die uitslui-

tend in de richting van de overheid zou werken is voor Duisenberg onvoorstelbaar 7). Vooralsnog behoeft – gezien de verwachte matige ontwikkeling bij het bankwezen en de daling van het financieringstekort van de overheid – nog niet met een dergelijke beleidswijziging rekening te worden gehouden.

R.Th.V.M. Pouw

6) Zie *Jaarverslag*, blz. 27.

7) Interview met dr. Duisenberg in *Elseviers Weekblad*, 5 mei 1984.