



# Het jaarverslag van De Nederlandsche Bank

DRS. R. TH. V. M. POWW\*

## Inleiding

In het jaarverslag van zijn hand besteedt de president van De Nederlandsche Bank (DNB), dr. J. Zijlstra, relatief veel aandacht aan het monetaire beleid zoals dat door de Bank wordt gevoerd. Niet alleen als een rechtvaardiging van zijn beleid, maar ook om de critici van dit bankbeleid de wind uit de zeilen te nemen. Immers: „het monetaire beleid komt harder aan en moet ook harder aankomen naar de mate waarin het beleid op andere terreinen faalt”.

Het monetaire beleid van DNB is gericht op de beheersing van de geldhoeveelheid met het doel een bijdrage te leveren aan de bestrijding van de inflatie. Dit beleid omvat het z.g. „grote” en „kleine” monetaire beleid. Het „grote” monetaire beleid is gericht op de regulering van de geldhoeveelheid en daarbij een op langere termijn werkend instrument. Het „kleine” monetaire beleid is gericht op de besturing van de liquiditeit van het bankwezen (via de geld- en valutamarkt) en is een op kortere termijn werkend instrument. Dit beleidsinstrumentarium dient een bijdrage te leveren aan drie samenhangende evenwichten: een monetair, een financieel en een betalingsbalansevenwicht. Daarbij wordt een regulering nagestreefd van de geldswaarde, de rentestanden en de wisselkoers.

In de ideale situatie, een simultane verwezenlijking van bovengenoemde drie evenwichten, dient de geldhoeveelheid te stijgen overeenkomstig de trendmatige groei van het reële nationale inkomen (monetair evenwicht), moet het financieringstekort van de collectieve sector kunnen worden gefinancierd uit de binnenlandse besparingen (financieel evenwicht), en is de totale betalingsbalans in evenwicht, hetgeen voor Nederland een overschot op de lopende rekening betekent en een tekort op de kapitaalrekening i.v.m. de kapitaalexport voor de ontwikkelingshulp (betalingsbalansevenwicht). De toestand in Nederland is echter verre van ideaal. Daarbij komt dat bovenstaande evenwichtssituatie niet alleen door monetaire politiek tot stand kan worden gebracht. In de optiek van DNB wordt daarom met

het monetaire beleid gestreefd „naar een relatieve meer evenwichtspositie, waarbij een bijdrage wordt geleverd tot bestrijding van de geldontwaarding, een rentepeil ontstaat dat past bij de vragen aanbodverhoudingen op de kapitaalmarkt, daarbij inbegrepen een kapitaalvoer die een zo groot mogelijk deel van het tekort op de lopende rekening dekt, de rentestanden voor de verschillende termijnen zich normaal tot elkaar verhouden en tenslotte de koers van de gulden in het EMS op peil blijft” 1). In het vervolg van dit artikel zullen met name de implicaties van dit beleid op de monetaire ontwikkelingen in 1980 worden gezien.

## Monetair beleid

Het aangrijpingspunt voor het „grote” monetaire beleid is de regulering van de geldhoeveelheid via de kredietrestrictie. Ook in 1980 heeft de Bank haar beleid van kwantitatieve begrenzing van de liquiditeitscreatie door het bankwezen t.b.v. de particuliere sector voortgezet. Uitgegaan werd van een binnenlandse liquiditeitscreatie (door overheid en bankwezen) die gelijk zou zijn aan de verwachte nominale stijging van het nationale inkomen. Van de f.7,8 mrd. toegestane liquiditeitscreatie was f. 5,5 mrd. toegedeeld aan het geldscheppende bankwezen. Voor de monetaire financiering van de overheid werd, evenals in 1979, f. 3 mrd. ingecalculerd en voor de post diversen -f. 0,7 mrd. De liquiditeitsafvloeiing naar het buitenland, ten gevolge van het betalingsbalanstekort, werd niet gecompenseerd. Een betalingsbalanstekort moet in de opzet van DNB leiden tot een vermindering van de bestaande monetaire speelruimte. De binnenlandse liquiditeitscreatie bedroeg in 1980 toevallig ook f. 7,8 mrd. en was aanzienlijk minder dan in 1979 (f. 10,4 mrd.). De binnenlandse liquiditeitscreatie (+7,5%) ging echter ver uit boven de feitelijke stijging van het netto nationaal inkomen (NNI) (+6%), hetgeen een indicatie is van een ruim monetair beleid.

De vermindering t.o.v. 1979 hield verband met de lagere liquiditeitscreatie door het geldscheppende bankwezen,

onder invloed van de conjuncturele neergang. Ruim 60% van de binnenlandse liquiditeitscreatie kwam voor rekening van de monetaire financiering door de overheid (f. 4,8 mrd.), met name de lagere overheid (f. 2,9 mrd.). Meer dan de helft (f. 4 mrd.) van de binnenlandse liquiditeitscreatie vloeide weg naar het buitenland. Per saldo was de aanwas van de binnenlandse liquiditeitsmassa gering: f. 3,8 mrd. Dientengevolge daalde de liquiditeitsquote met 1 procentpunt tot 36,6% van het nationaal inkomen. De kredietverlening van het geldscheppende bankwezen viel in 1980, zowel kort als (middel)lang, in groeitempo aanzienlijk terug (van 15% naar 9%). Met name de expansie van de kredietverlening aan gezinnen (consumptief en hypothecair krediet) is relatief sterk teruggelopen. Het verminderde tempo van de groei in de kredietverlening ging gepaard met een eveneens verminderde aanwas bij de lange passiva, die in het kader van de kredietrestrictie doorgeefbaar zijn; de groei van het „doorschuifbare passiva” daalde van 20% naar 11%. De per saldo opgetreden liquiditeitscreatie bleef echter sterk achter bij de omvang die in het kader van de kredietrestrictie als toelaatbaar gold. De eind 1979 bestaande geringe overschrijding van de kredietnorm sloeg hierbij om in een vrij aanzienlijke ruimte aan het einde van het verslagjaar (f. 1,9 mrd.).

Ook voor 1981 is het kredietrestrictiebeleid, ondanks de conjuncturele situatie, voortgezet. Van beslissende betekenis hierbij waren de aanhoudende financiële spanningen, samenhangend met het overmatige financieringstekort van de overheid, en het daarmee nauw verbonden besparingstekort, zoals dat tot uitdrukking komt in de lopende rekening van de betalingsbalans. Het beleid in 1981 is, evenals in de twee voorgaande jaren, erop gericht de binnenlandse liquiditeitscreatie niet te laten uitgaan boven de groei van het NNI. De schattingen voor de liquiditeitscreatie door overheid en de post diversen zijn resp. f. 3 mrd. en -f. 0,8 mrd.; voor het geldscheppende bankwezen resteert een ruimte van ca. f. 4,8 mrd. Aangezien de ruimte die eind 1980 binnen de kredietnorm aanwezig was, mag worden meegenomen naar 1981, is de ruimte voor liquiditeitscreatie door het bankwezen in 1981 groter dan in 1980.

## Valuta- en geldmarktbeleid

Ook in het verslagjaar bleef het beleid van DNB gericht op een sterke positie

\* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de AMRO Bank. Het artikel is geschreven à titre personnel.  
1) Jaarverslag DNB 1980, blz. 20.

van de gulden in het EMS, ten einde de import van inflatie tegen te gaan en het vertrouwen in de gulden te handhaven. Dit beleid houdt in dat, in het kader van de verdediging van de gulden, internationale rentebewegingen nationaal worden doorgegeven.

In het laatste kwartaal van 1979 was onder invloed van de verzwakkende positie van de gulden in het EMS een scherpe stijging van de geldmarktrente opgetreden. In de loop van 1980 herstelde de gulden zich en bewogen de geldmarkttarieven geleidelijk in de richting van de voorschotrente van de Bank. Voortgaande rentestijgingen in het buitenland, met name in de VS, was voor DNB mede aanleiding begin mei haar officiële tarieven met 1/2% te verhogen. Het herstel van de gulden kwam kort daarna en de positie van de gulden in het EMS bleef in het vervolg van 1980 relatief sterk. Hierdoor was de Bank in staat, ondanks het zeer scherp oplopen van de rente in de VS, haar officiële tarieven vier maal met 1/2% te verlagen. Op grond van deze rentedaling verwerpt Zijlstra dan ook de kritiek dat de Bank de rente, ter wille van de koers van de gulden, zou hebben opgedreven. De Nederlandse rente is onder de Duitse gezakt en behoort tot de laagste niveaus in de wereld.

#### Betalingsbalans

De lopende rekening van de betalingsbalans (op transactiebasis) liet in 1980 een tekort zien van f. 4,9 mrd. Dit is een verslechtering van f. 1 mrd. t.o.v. 1979. De verslechtering kwam ook ditmaal geheel voor rekening van het onzichtbare verkeer. Daarentegen vertoonde het goederenverkeer wederom een lichte verbetering.

Opnieuw trad in het verslagjaar een aanzienlijke verslechtering op van de ruilvoet, mede doordat de invoerprijzen voor olie(produkten) aanzienlijk meer stegen dan de prijs van het door ons uitgevoerde aardgas. Mede door het gevoerde beleid — het streven naar een kapitaalmarktrente die voldoende kapitaal invoer initieert om het tekort op de lopende rekening te compenseren — vertoonde de kapitaalrekening voor het eerst sinds 1971 weer een overschot. Dit was echter onvoldoende om het tekort op de lopende rekening te compenseren. Tegen deze achtergrond stelt Zijlstra dat de Bank er niet volledig in is geslaagd een evenwicht op de kapitaalmarkt te herstellen en dat de lange rente in deze situatie eigenlijk nog te laag is.

Het totale tekort op de betalingsbalans (op kasbasis) werd geheel door het bankwezen gefinancierd: de netto schuldpositie van het Nederlandse bankwezen tegenover het buitenland nam in 1980 toe met f. 6,4 mrd. Deze bancaire kapitaalstroom werd mogelijk gemaakt door de opheffing in januari 1980 van de regeling Positie Buitenland 2).

#### Overheidsfinanciën

Het financieringstekort van de totale overheid liep in het verslagjaar fors op tot 7,5% van het nationaal inkomen (1979: 5,6%). Dit oplopen van het tekort moet vooral worden toegeschreven aan de financiële ontwikkelingen bij de lagere overheid. De tegenvallende ontwikkelingen bij het rijk werden hoofdzakelijk conjunctureel bepaald door enerzijds lagere belastingontvangsten en anderzijds hogere uitgaven i.v.m. de werkloosheid. Door een aanzienlijk vergroot beroep (+50%) op de kapitaalmarkt kon de monetaire financiering van het rijk t.o.v. vorig jaar meer dan gehalveerd worden, tot f. 1,9 mrd.

De vergroting van het financieringstekort bij de lagere overheid is vooral toe te schrijven aan de ontwikkeling van de gemeentelijke kapitaaldienst (enerzijds hogere uitgaven en anderzijds minder ontvangsten). Mogelijk hebben ook bij de centrale overheid ingestelde kasplafonds vertragend gewerkt op de uitkeringen die departementen aan de lagere overheid doen. Door deze oorzaken liep het financieringstekort van de lagere overheid op tot f. 6 mrd. (1979: f. 2 mrd.). Hiervan werd slechts f. 2,1 mrd op de kapitaalmarkt gefinancierd, waardoor er een liquiditeitstekort reesterde van f. 3,9 mrd. Doordat voor f. 1 mrd. werd ingeteerd op het liquiditeitsbezit, bleef de monetaire financiering — hoewel hoog — beperkt tot f. 2,9 mrd. (1979: f. 0,8 mrd.).

Gezien de ernst van de problematiek waarmee de Nederlandse overheidsfinanciën te kampen hebben, wijst Zijlstra op een aantal gevarenzones waarin de omvang van het financieringstekort kan verkeren. Nederland heeft de klasse (de „eredivisie“) verlaten waar de omvang van het financieringstekort uit de binnenlandse besparingen gefinancierd kan worden en de degradatie naar lagere klassen (met als uiterste: de situatie waarin het debiteurland volledig is onderworpen aan de eisen van de credi-

wegzakken behoort uitgesloten te zijn“.

In dit licht moet ook de aperte afwijzing van Zijlstra worden gezien van het aanwenden van „goudwinsten“ voor additionele overheidsuitgaven, een operatie die identiek is aan monetaire financiering. Hoewel monetaire financiering niet altijd tot een binnenlandse inflatoire impuls hoeft te leiden, is van doorslaggevend belang de opmerking van de president dat door de goudverkoop het vertrouwen in het Nederlandse financiële en monetaire beleid een vrijwel onherstelbare klap zou krijgen. Nu zoveel overheidsschuld doorlopend door het buitenland moet worden opgenomen en in het buitenland omvangrijke bedragen in gulden luidende schuldtitels aanwezig zijn, kan en mag volgens Zijlstra dit risico niet worden gelopen.

De problematiek rond de overheidsfinanciën loopt als een rode draad door het verhaal van de Bankpresident, met name het verband tussen de omvang van het financieringstekort, de omvang van de monetaire financiering en de uitstroming van geld naar het buitenland (het tekort op de totale betalingsbalans). In dit verband moet de brief van 18 december 1980 van de Bank aan de regering worden gezien, waarin wordt gesteld dat de monetaire financiering van de overheid omlaag moet; of door vermindering van het financieringstekort of door een zodanige rentestijging dat het tekort op de kapitaalmarkt kan worden gefinancierd. Er dreigt immers een vicieuze wisselwerking te ontstaan tussen de monetaire financiering van de overheid en de monetaire financiering van het betalingsbalanstekort (via het netto buitenlands passief van het bankwezen). Het beroep van de banken op het buitenland verschaft de geldmarkt de middelen die voortzetting van de monetaire financiering door de overheid via de geldmarkt mogelijk maakt. Mede naar aanleiding van deze ontwikkelingen is de Bank met de representatieve organisaties van het bankwezen overeengekomen de groei van de korte-kredietverlening aan

Tabel. Monetaire financiering, 1980 en 1981 in mrd. gld.

	rijk	1980 lagere overheid	totaal	rijk	1981 lagere overheid	totaal
Financieringstekort .....	15,3	6,0	21,3	15,8	4,5	20,3
Aflossingen .....	3,2	3,5	6,7	3,7	3,8 a)	7,5
Financieringsbehoefte .....	18,5	9,5	28,0	19,5	8,3	27,8
Kapitaalmarktberoep .....	16,6	5,6	22,2	17,0	7,8	24,8
Liquiditeitstekort .....	1,9	3,9	5,8	2,5	0,5	3,0
Monetaire financiering .....	1,9	2,9	4,8	2,5	0,5	3,0

a) Eigen raming.

teur) is begonnen. Lapmiddelen, veelal monetaire financiering, wijst Zijlstra van de hand omdat deze naar zijn mening het degradatieproces zouden versnellen: „de eredivisie werd al verlaten, verder

2) Deze regeling stelde een grens aan de omvang van het netto buitenlandse passief (de z.g. f. 5 mln.-regeling) van het bankwezen.

de lagere overheid in 1981 te beperken tot 6%.

De brief van Zijlstra aan het kabinet heeft zijn effect niet gemist. De minister van Financiën heeft te kennen gegeven in 1981 te zullen streven naar een beperking van de monetaire financiering van de totale overheid tot f. 3 mrd. (verdeelsleutel: rijk f. 2,5 mrd. en lagere overheid f. 0,5 mrd.). Ter ondersteuning van dit streven is inmiddels besloten, parallel aan het beleid van DNB, tot verlaging van de kasgeldnorm van 25% naar 18%, waardoor de potentiële monetaire financiering door de lagere overheid aanzienlijk wordt beperkt. In bovenstaande tabel, waarin de cijfers van de onlangs verschenen Voorjaarsnota zijn verwerkt, blijkt dat het de minister ernst is met het terugdringen van de monetaire financiering door de overheid.

Tot nu toe is de financiering van het tekort van het rijk niet bepaald ongunstig verlopen. Het rijk heeft bij een financieringsbehoefte van f. 19,5 mrd. in 1981 inmiddels ca. f. 13,5 mrd. via de kapitaalmarkt kunnen financieren. Bij een geschatte monetaire financiering van f. 2,5 mrd. resteert voor de rest van 1981 een kapitaalmarktberoep van f. 3,5 mrd. Gegevens over het verloop van de financiering van het tekort bij de lagere overheid zijn nog niet bekend. Uit de tabel blijkt dat, ondanks de terugdringing van het tekort met f. 1,5 mrd., het kapitaalmarktberoep met ca. 40% moet toenemen, wil de doelstelling van de f. 0,5 mrd. monetaire financiering worden gehaald.

**R. Th. V. M. Pouw**