



Indirecte monetaire financiering door de overheid

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

Inleiding

De overmatige liquiditeitscreatie door de overheid in 1979 en 1980 was voor De Nederlandsche Bank (DNB) mede aanleiding haar bezorgdheid aan de minister van Financiën kenbaar te maken omtrent de gevolgen van deze ongewenste ontwikkeling voor de Nederlandse economie 1). In het licht van de door DNB noodzakelijk geachte terugdringing van de liquiditeitsgraad diende ook het overheidsbeleid met betrekking tot de financieringstekorten hierbij aan te sluiten. De weg waarlangs aansluiting van het overheidsbeleid op het door DNB beoogde resultaat kon worden geëffectueerd, was een reductie van het financieringstekort dan wel een verdere intensivering van het beroep op kapitaalmarkt-middelen.

Inmiddels is gebleken dat het ene spoor — reductie van het financieringstekort — niet kon worden gerealiseerd; integendeel. Het andere spoor daarentegen is intensief bewandeld: het aandeel van het netto beroep van de overheid in het totale netto aanbod van kapitaalmarkt-middelen is gestegen van 23% in 1979 tot ca. 70% in de eerste drie kwartalen van 1982. Deze omvangrijke stijging van het kapitaalmarktberoep werd mede gerealiseerd doordat de overheid in toenemende mate kapitaalmarkt-middelen heeft opgenomen bij partijen die zelf een bron van liquiditeitscreatie zijn.

In dit artikel wordt nader ingegaan op de z.g. „indirecte” monetaire financiering door de overheid: de (netto) verkoop door de overheid van obligaties en onderhandse leningen aan het bankwezen en het buitenland (alleen obligaties). Dit in tegenstelling tot het gangbare begrip (directe) monetaire financiering: de netto plaatsing van vlottende schuld bij geldscheppende instellingen en het netto beroep op DNB. In de DNB-analyse *Oorzaken van veranderingen in de liquiditeitsmassa* komt deze „indirecte” monetaire financiering niet tot uitdrukking.

Monetaire analyse van DNB

In de monetaire analyse van DNB worden de oorzaken van de veranderingen in de binnenlandse liquiditeitsmassa onderscheiden naar die welke hun oorsprong vinden in het binnenland en die welke uit

het betalingsverkeer met het buitenland resulteren. Tot de *binnenlandse* oorzaken van liquiditeitscreatie behoren:

- van de zijde van de overheid: korte kredietverlening door het bankwezen (inclusief DNB) aan de overheid en intiering op het tegoed van het rijk bij DNB;
- van de zijde van het bankwezen: korte en lange kredietverlening aan de private sector en lange kredietverlening aan de overheid *minus* de aangetrokken lange passiva.

De liquiditeitscreatie door het bankwezen in een bepaalde periode is dus gelijk aan de mutatie in de totale kredietverlening *minus* de aanwas van lange passiva in die periode. In formulevorm:

$$\Delta K - \Delta PL = LB \quad (1)$$

K: totale kredietverlening;
PL: lange passiva;
LB: liquiditeitscreatie door het bankwezen.

De totale kredietverlening (K) kan worden opgesplitst in kredietverlening (kort+lang) aan de private sector (K_p) en lange kredietverlening aan de overheid (K_o):

$$\Delta K = \Delta K_p + \Delta K_o \quad (2)$$

Gecombineerd met vergelijking (1), geldt:

$$(\Delta K_p + \Delta K_o) - \Delta PL = LB \quad (3)$$

Behalve deze twee binnenlandse oorzaken van liquiditeitscreatie, kan ook het *buitenland* de hoeveelheid liquiditeiten doen toenemen. Dit gebeurt als het saldo van de betalingsbalans (lopende rekening en kapitaalrekening) een overschot vertoont.

Benadering omvang indirecte monetaire financiering

Bankwezen

Met betrekking tot de liquiditeitscreatie van het bankwezen ten behoeve van de private sector kan worden gesteld dat deze geringer is dan de DNB-analyse aangeeft, omdat tevens een stuk liquiditeitscreatie is ingesloten die het gevolg is van het financieringsgedrag van de *overheid*. Deze „indirecte” monetaire financiering, die in re-

latie staat tot de dekking van het financieringstekort van de overheid in een bepaald jaar, is gelijk aan de kredietverlening als gevolg van het financieringsgedrag van de overheid *minus* de lange passiva die het bankwezen daartoe heeft aangetrokken. Helaas is t.a.v. deze onderdelen geen statistische informatie beschikbaar. Een ruwe benadering is echter wel mogelijk. Hierbij kan op de volgende elementen worden ge-

wezen:
— korte kredietverlening aan de private sector bevat ook voorfinanciering van institutionele beleggers in verband met aankoop van vaste overheidsschuld. Aangezien hiervan geen cijfers bekend zijn, is hier ervan uitgegaan dat deze voorfinanciering tijdelijk is, en derhalve per saldo geen impuls oplevert;

— lange kredietverlening aan de overheid: aankoop van overheidsobligaties en verstreking van onderhandse leningen aan de overheid. Uit de statistische analyse van DNB is niet te achterhalen of de mutaties in deze lange kredietverlening van het bankwezen aan de overheid betrekking hebben op nieuwe dan wel oude schuld. In dit artikel wordt verondersteld dat de vermelde cijfers (zie tabel 1) betrekking hebben op de aankoop van nieuwe schuld, hetgeen een *overschatting* is.

Tabel 1. Jaarlijkse mutaties van kapitaalmarktuitzettingen van het bankwezen bij de overheid (in mln. gld.)

	1979	1980	1981	t/m 3e kwartaal 1982	stand in 3e kwartaal 1982
Rijk	1.224	338	2.384	3.719	12.057
Lagere over- heid	-109	-878	495	1.305	10.603
Totaal	1.115	-540	2.879	5.024	22.660
waarvan: — obligaties ..	598	34	934	2.104	8.641
— onderhand- se leningen ..	517	-574	1.945	2.920	14.019

Bron: De Nederlandsche Bank, *Kwartaalbericht 1982 III*, tabel 2.1.

In 1981 en vooral in 1982 is de lange kredietverlening door het bankwezen aan de overheid sterk gegroeid. Uit bancair oogpunt is de kredietverlening aan de overheid aantrekkelijk. Met betrekking tot het bedrijfs-economisch toezicht van De Nederlandsche Bank worden de uitzettingen bij de overheid als liquiditeiten beschouwd en zijn zij solvabiliteitsvrij, d.w.z. de banken hoeven t.a.v. deze kredietuitzetting geen eigen vermogen aan te houden. Daarnaast

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

1) Briefwisseling tussen De Nederlandsche Bank en de minister van Financiën, 18 december 1980; zie: De Nederlandsche Bank, *Kwartaalbericht 1980*, nr 4.

2) Persbericht Ministerie van Financiën, nr W 231, september 1982.

vormt de kredietverlening aan de overheid bij terugvallende groei van de kredietverlening aan de private sector een welkom alternatief. Voorbij wordt gegaan aan de mogelijkheid dat obligaties met een disagio/agio zijn ingekocht, zodat bij aflossingen dan wel mutaties in het renteniveau vermogenswinst c.q. -verlies wordt geleden. In tabel 1 zijn de mutaties van de kapitaalmarktuitzettingen van het bankwezen bij de overheid weergegeven.

Uit tabel 1 blijkt dat vooral het rijk een fors beroep heeft gedaan op het bankwezen: in minder dan vier jaar trad meer dan een verdubbeling op van de kapitaalmarktuitzettingen bij het rijk, waarvan ruim de helft (55%) betrekking heeft op obligaties. De toename in het saldo ten laste van de lagere overheid was de afgelopen jaren aanmerkelijk minder en bestond geheel uit onderhandse leningen (obligaties werden per saldo afgelost). In het theoretische geval dat tegenover deze lange uitzettingen geen additionele lange passiva zouden worden aangetrokken, zou men de indirecte monetaire financiering van de overheid door het bankwezen kunnen gelijkstellen aan de hierboven vermelde mutaties in de lange uitzettingen. In werkelijkheid zal deze monetaire impuls een geringere omvang hebben.

Het financieringsgedrag van de overheid leidt ook op een andere wijze tot meer liquiditeitscreatie door het bankwezen. In de afgelopen jaren heeft de explosief gegroeide financieringsbehoefte van de overheid ertoe geleid dat men zich sterker op de particuliere spaarders is gaan richten. Dit heeft vooral in 1982 tot gevolg gehad dat deze spaarders laag rentende tegoeden bij het bankwezen (eigenlijk spaargeld, lange deposito's) hebben opgevraagd en daarmee hoger rentende staatsobligaties hebben aangekocht. Hierdoor vermindert bij het bankwezen de aanwas van de *lange passiva* zodat, gegeven een bepaalde omvang van de kredietverlening, een additionele monetaire impuls ontstaat. De omvang ervan is echter niet kwantitatief te bepalen. Daarom wordt deze additionele monetaire impuls op nul gesteld, hetgeen een *onderschatting* inhoudt.

Met betrekking tot de invloed van het financieringsgedrag van de overheid op het bankwezen, en daarmee op de liquiditeitscreatie van dat bankwezen, kan conform vergelijking (3) een kwantitatieve opstelling worden gemaakt (zie tabel 2).

Hoewel tabel 2 bepaald geen exacte kwantificering geeft van de monetaire im-

Tabel 2. De invloed van het financieringsgedrag van de overheid op het bankwezen (in mrd. gld.)

	ΔK_p	ΔK_o	ΔPL	$LB = (\Delta K_p + \Delta K_o) - \Delta PL$
1979	24,5	1,1	20,0	5,6
1980	18,3	- 0,5	13,5	4,3
1981	10,7	2,9	11,5	2,1
1982, Um 3e kwartaal ...	6,6	5,0	6,0	5,6

Bron: De Nederlandsche Bank, *Kwartaalbericht 1982 III*, tabel 2.1.

puls die de overheid via het bankwezen genereert, bevestigt het de eerder gedane kwalitatieve uitspraken m.b.t. het financieringsgedrag van de overheid. Voor ons doel wordt de omvang van de totale indirecte liquiditeitscreatie door het bankwezen ten behoeve van de overheid benaderd, door deze gelijk te stellen aan de mutaties van de lange kredietverlening aan de overheid. In de praktijk zal dit echter lager uitvallen.

Buitenland

Van liquiditeitscreatie via het buitenland is sprake indien de som van de lopende rekening en kapitaalrekening van de betalingsbalans een overschot vertoont. In tijden van overschotten op de lopende rekening zal het monetaire beleid erop gericht zijn deze overschotten te compenseren door middel van stimulering van de kapitaalexport (en vice versa).

Onder invloed van de sterke positie van de gulden, de lage inflatie en het grote overschot op de lopende rekening heeft het buitenland de laatste jaren in toenemende mate in Nederlandse (overheids)obligaties belegd (zie tabel 3), hierbij geholpen door de minister van Financiën, die bij vaststelling van de leningsmodaliteiten van nieuwe openbare emissies rekening hield met de wensen van de buitenlandse beleggers.

Tabel 3. Aankoop door niet-ingezetenen van Nederlandse overheidsobligaties (in mln. gld.)

	1979	1980	1981	1982, 1/m 3e kwartaal	Omvang openbare staatsschuld in handen van niet-ingezetenen ultimo 1981
Netto aankoop door buitenlanders	635	1.606	2.770	2.430	11.500 a)

Bron: De Nederlandsche Bank, *Kwartaalbericht 1982 III*, tabel 2.1.
a) Zie voetnoot 3.

Tabel 3 geeft de netto aankopen weer van overheidsobligaties door niet-ingezetenen; d.w.z. de bruto aankopen minus de verkopen. Ook hier is niet bekend of dit saldo betrekking heeft op nieuwe dan wel oude schuld van de overheid. Sinds kort geeft DNB wel een indicatie omtrent de omvang van nieuwe staatsleningen die door het buitenland worden aangekocht (voor 1981 en de eerste drie kwartalen van 1982 was dat f. 2,9 mrd respectievelijk f. 4,3 mrd). Niet wordt aangegeven in welke mate het buitenland deze nieuwe obligaties weer heeft afgestoten.

De netto aankoop van overheidsobligaties door het buitenland wordt in het kader van dit artikel beschouwd als indirecte monetaire financiering door de overheid. Hierin zit echter een geringe foutenmarge omdat de aflossingen van de overheid aan het buitenland niet bekend zijn. Ultimo 1981 3) bedroeg de uitstaande openbare schuld van het rijk ca f. 40 mrd.; hiervan was bijna 40% in handen van het buitenland. Doordat het buitenland een omvang-

rijke portefeuille Nederlandse obligaties bezit, stelt dit randvoorwaarden aan het te voeren financieel en monetair beleid. Indien het buitenland het vertrouwen in de gulden zou verliezen en massaal obligaties zou verkopen, zou dat tot een gevoelige opwaartse druk op het Nederlandse renteniveau leiden.

Conclusie

In tabel 4 wordt de in dit artikel benaderde „indirecte” monetaire financiering van de overheid samengevoegd met de traditioneel bepaalde „directe” monetaire financiering.

Optisch kan de afgelopen jaren, ondanks sterk oplopende financieringstekorten, een aanzienlijke daling van de directe monetaire financiering door de overheid worden geconstateerd. Deze geringe liquiditeitscreatie werd veroorzaakt doordat de overheid haar beroep op de kapitaalmarkt tot ongekende hoogte heeft opgevoerd. Daarbij werden in toenemende mate middelen opgenomen van partijen die zelf een bron van liquiditeitscreatie zijn: het bankwezen en het buitenland.

Tabel 4. Directe en indirecte monetaire impuls van de overheid (in mrd. gld.)

	1979	1980	1981	1982, 1/m 3e kwartaal
Directe monetaire financiering van de overheid ..	5,0	4,9	1,1	2,4
Indirecte monetaire financiering van de overheid	1,7	1,1	5,7	7,4
waarvan:				
— via het bankwezen ..	1,1	- 0,5	2,9	5,0
— via het buitenland ..	0,6	1,6	2,8	2,4
Totale monetaire impuls van de overheid	6,7	6,0	6,8	9,8

Hoewel bij de bepaling van de „indirecte” monetaire financiering sprake is van zowel overschatting als onderschatting, maakt tabel 4 duidelijk dat het zeker niet zo is dat de overheid de monetaire financiering substantieel heeft teruggedrukt.

R. Th. V. M. Pouw

3) Persbericht Ministerie van Financiën, no W 231, september 1982.