



Monetaire ontwikkelingen

DRS. P.M. FEENSTRA

Inleiding

De economische groei in Nederland is duidelijk aangetrokken. De uitvoer neemt relatief krachtig toe. Ook de binnenlandse bestedingen vertonen een herstel; de particuliere consumptie en de bedrijfsinvesteringen nemen weer toe. Bij de investeringen van bedrijven in outillage is zelfs sprake van een krachtig herstel.

Ook de kredietverlening door banken lijkt enigszins aan te trekken. Van een krachtig herstel evenwel, is tot nu toe nog geen sprake. Opvallend is de sterk toegenomen liquiditeitscreatie door het bankwezen in de periode augustus 1984-juli 1985. Omdat ook de toevloeiing van liquiditeiten uit het buitenland omvangrijk was, nam de totale liquiditeitsmassa in deze periode sterk toe.

In het navolgende wordt ingegaan op de oorzaken van de opgetreden liquiditeitscreatie. Daarnaast zal ook aandacht worden geschonken aan de voor het resterende jaar te verwachten monetaire ontwikkeling. Indien de verwachting bewaarheid wordt, zal de liquiditeitsquote in 1985 wederom verder stijgen.

Kredietverlening

De totale kredietverlening aan de private sector door geldscheppende instellingen nam in de afgelopen 12 maanden tot en met juli met ca. 5,5% toe. Dat is een versnelling ten opzichte van de groei in 1984, die ca. 4,5% bedroeg. De korte kredietverlening vertoonde daarbij in deze periode een zeer wisselvallig verloop. Na een zeer zwak eerste kwartaal trok de groei in de daarop volgende maanden fors aan. De totale korte kredietverlening nam met ca. 6,5% toe, een duidelijke versnelling ten opzichte van de 4,5% groei in 1984. Deze groei deed zich zowel voor bij de sector gezinnen en bedrijven als bij de fondsen en spaarbanken. Daarbij zullen met name institutionele beleggers – in anticipatie op een verdere rentedaling – in sterkere mate kort zijn voorgefinancierd. In de toegenomen korte kredietverlening aan de bedrijven weerspiegelt zich wellicht het conjunctuurherstel en de daarmee samenhangende toename van voorraadfinanciering.

De groei van de (middel)lange kredietverlening aan de private sector bedroeg in deze twaalfmaandsperiode 5%, een lichte

stijging ten opzichte van de 4,2% groei in 1984. Vooral bij de grote zakelijke kredieten, met een limiet van boven de f. 2 mln., was sprake van een relatief forse toename, te weten gemiddeld met ca. 6%. De stijging was het grootst bij de sector chemie en aardolie (+ 14%). Ook de sectoren handel en verkeer (+ 4%) en bouw (+ 4%) droegen aan deze stijging bij. Ook bij kredietverlening aan gezinnen was sprake van een lichte opleving, zo blijkt uit CBS-cijfers. Er was sprake van een lichte toename van de hypothecaire kredietverlening. Deze opleving houdt mogelijk verband met het – zeer beperkte – herstel van de markt voor koopwoningen. Ook de gestegen oversluitingen van bestaande hypotheek tegen een lagere rente is een mogelijke verklaring. Opmerkelijk was voorts de licht gestegen productie van consumptief krediet voor het eerst sinds jaren van teruggang. Vooral in het tweede kwartaal nam de productie van consumptief krediet – met ruim 8% – fors toe. Totaal werd in de eerste helft van dit jaar voor f. 3,4 mrd. aan consumptief krediet verstrekt, ongeveer 3,5% meer dan in dezelfde periode van vorig jaar. Vooral de productie van geldleningen (+ 7%) en doorlopend krediet (+ 5%) nam toe; het financieringskrediet daarentegen nam met bijna 15% fors af.

De kredietverlening aan de overheid nam in de twaalfmaandsperiode tot en met juli met ruim 20% toe. Hoewel iets lager dan de gemiddelde groei in 1984, is deze groei nog steeds erg fors. De netto aanwas van overheidsschuld bij het bankwezen bedroeg in deze periode ruim f. 7 mrd. Naar schatting bedraagt het aandeel van de vaste

overheidsschuld in handen van het bankwezen ruim 15%.

De relatief sterk gestegen kredietverlening aan de overheid hangt voor een belangrijk deel samen met het omvangrijke overheidsberoep op de kapitaalmarkt. Naar schatting werd in de periode januari-juli bijna 70% van het totaal voor 1985 verwachte beroep op de kapitaalmarkt aangetrokken.

De totale kredietverlening aan de private sector en overheid, het zogenaamde bruto geldscheppend bedrijf, nam in de beschouwde twaalfmaandsperiode met ruim 7,5% toe, een lichte versnelling ten opzichte van 1984 (6,7%). Een en ander is samengevat in tabel 1.

Liquiditeitscreatie door het bankwezen

De liquiditeitscreatie door het bankwezen – per definitie gelijk aan de mutatie in het netto geldscheppend bedrijf – wordt bepaald door de groei van de korte kredietverlening aan de private sector en (middel)lange kredietverlening aan private sector en overheid, verminderd met de mutatie in de zogenaamde lange passiva. Ruim de helft van deze lange passiva wordt gevormd door het eigenlijk spaargeld bij geldscheppende instellingen.

In de twaalfmaandsperiode tot en met juli bedroeg de totale groei van de lange passiva 4,3%, een afzwakking ten opzichte van de 6,6% groei in 1984. Vooral in het tweede kwartaal van dit jaar was sprake van een achterblijvende groei van de lange middelen. Deze vertraging deed zich zowel voor bij het eigenlijk spaargeld als bij de overige lange middelen. De toename van het eigenlijk spaargeld viel in de periode januari-juli terug tot ca. 5%, tegen 7,1% in 1984; de groei bij de overige lange middelen viel terug tot 3,5% (6% in 1984).

De combinatie van een terugvallende groei van de lange passiva en de wat aangetrokken groei van het bruto geldscheppend bedrijf resulteerde in een forse toename van het netto geldscheppend bedrijf met ca. 13%. Dit is bijna een verdubbeling ten opzichte van de groei in 1984. Uit het bo-

* De auteur is verbonden aan het Economisch Bureau van de Amro Bank. Het artikel is op persoonlijke titel geschreven.

Tabel 1. *Monetair bedrijf van geldscheppende instellingen, in procentuele veranderingen per jaar.*

	1981	1982	1983	1984	Stand in juli 1985 t.o.v. juli 1984
Bankkrediet aan de private sector	5	3	4	4,4	5,6
w.v. – kort	4,6	0,9	2,6	4,7	6,6
– lang	5	4	4,9	4,2	5,0
Lang krediet aan de overheid	19	42	26	23,1	20,1
Totaal lang krediet	7,5	8,6	8,3	7,7	8,1
Bruto geldscheppend bedrijf	6	6	6,0	6,7	7,6
Lange passiva	8,5	2,7	1,5	6,6	4,3
w.v. – eigenlijk spaargeld	12,8	2,2	– 2,2	7,1	4,9
– overig lang passief	3	3	6,0	0,6	3,5
Netto geldscheppend bedrijf	2,8	11,8	14,7	6,8	13,0

Bron: DNB, *Jaarverslag 1984*, tabel 2.1 en tabel *Oorzaken van de veranderingen in de liquiditeitsmassa*, juli 1985.

Tabel 2. Oorzaken van de veranderingen in de binnenlandse liquiditeitenmassa, voor seizoeninvloeden gecorrigeerd, in mln. gld.

	1984	Januari-juli 1984	Januari-juli 1985
Liquiditeitscreatie t.b.v. overheid	- 250	- 700	- 4.900
Liquiditeitscreatie bankwezen	6.800	1.050	6.650
w.v. - kort krediet	4.000	950	2.700
- netto lang	2.800	100	3.950
Statistische verschillen	- 1.800	- 1.300	- 700
Binnenlandse liquiditeitscreatie Nationaal	4.750	- 950	1.050
liquiditeitsoverschot	7.000	7.950	5.150
Toeneming liquiditeitenmassa	11.750	7.000	6.200

Bron: DNB, tabel Oorzaken van de veranderingen in de liquiditeitenmassa, juli 1985.

venstaande blijkt dat deze sterke liquiditeitscreatie door het bankwezen vooral wordt veroorzaakt door de achterblijvende groei van de lange passiva.

Liquiditeitenmassa

In tabel 2 worden de veranderingen in de binnenlandse liquiditeitenmassa in de periode januari-juli vergeleken met die van dezelfde periode van vorig jaar. Omdat in de periode januari-juli sprake was van een omvangrijke liquiditeitsvernietiging door de overheid, nam de totale binnenlandse liquiditeitenmassa met slechts f. 1,1 mrd. toe. De liquiditeitsvernietiging door de overheid in de periode januari-juli was dit jaar aanzienlijk groter dan vorig jaar. Hierbij speelt een tweetal factoren. Enerzijds was het totale overheidsberoep, openbaar en onderhands, in deze periode groter dan in de overeenkomstige periode van vorig jaar. Anderzijds viel echter ook de omvang van het feitelijk financieringstekort van de overheid lager uit.

Ondanks de per saldo beperkte binnenlandse liquiditeitscreatie nam de totale liquiditeitenmassa in de beschouwde periode wederom fors toe. Zoals uit tabel 2 blijkt, is dat met name het gevolg van een omvangrijke toevloeiing van liquiditeiten uit het buitenland. Het zeer omvangrijke overschot in het lopende verkeer werd maar ten dele gecompenseerd door kapitaaluitvoer van de niet-monetaire sectoren. Het overschot op de totale betalingsbalans leidde tot een liquiditeitscreatie ter grootte van f. 5,2 mrd.

De totale liquiditeitenmassa nam in de beschouwde periode met f. 6,2 mrd. toe tot f. 157,5 mrd. De seizoengecorrigeerde liquiditeitsquote liep daarmee op tot ca. 42,5% van het nationale inkomen.

Verwachte monetaire ontwikkeling in 1985

Uit het voorgaande blijkt dat vooral de liquiditeitscreatie door het bankwezen een

opvallende versnelling te zien gaf. In welke mate deze monetaire expansie zich ook in de resterende maanden van dit jaar zal voordoen is niet met zekerheid te voorspellen. Met betrekking tot het bruto geldscheppend bedrijf van banken geldt de verwachting dat de groei over het gehele jaar beperkt zal zijn.

De kredietverlening aan de overheid zal gezien de nog geringe financieringsbehoefte weinig verder toenemen. Voor de resterende maanden moet dan ook met een verdere groeivertraging bij de kredietverlening aan de overheid rekening worden gehouden. De kredietverlening aan de private sector zal op grond van het conjunctuurherstel wat sterker kunnen toenemen dan in 1984. De expansie van de lange kredietverlening aan bedrijven zal vooralsnog geen krachtige opleving te zien geven. De toename van de totale bedrijfsinvesteringen is immers nog beperkt en bovendien beschikt het bedrijfsleven over relatief veel liquide middelen.

Uit de CBS-statistiek liquiditeiten, kortlopende leningen en beleggingen van 250 grote Nederlandse ondernemingen 1) blijkt dat het liquiditeitsoverschot, het verschil tussen liquide activa en liquide passiva, in de eerste helft van dit jaar onverminderd groot was. Ultimo juni bedroeg het surplus ca. f. 12,5 mrd. Het ligt voor de hand dat bij een sterke opleving van de investeringen het bedrijfsleven eerst deze liquiditeiten zal aanwenden alvorens een beroep op bankkrediet te doen. Als het bedrijfsleven er daarentegen toe overgaat deze middelen te gebruiken voor schuldaflossing vindt zelfs liquiditeitsvernietiging plaats.

Bovenstaande ontwikkeling impliceert een mogelijke afzwakking van de groei van de totale kredietverlening door geldscheppende instellingen in de resterende maanden van dit jaar. Deze ontwikkeling draagt ertoe bij dat de totale liquiditeitscreatie door het bankwezen in 1985, minder groot kan zijn dan die welke in de twaalfmaandsperiode tot en met juli werd gerealiseerd. De feitelijke liquiditeitscreatie zal verder bepaald worden door de ontwikkeling van de lange passiva.

Op grond van macro-economische overwegingen mag men verwachten dat de gezinsbesparingen dit jaar verder zullen toenemen. Vooral de relatief forse stijging van het overig inkomen, dat traditioneel een lagere marginale consumptiequote heeft, doet een toename van de besparingen verwachten. Het is echter maar de vraag of deze toename ook tot uiting komt in een toename van het eigenlijk spaargeld bij geldscheppende instellingen. Deze ondervinden immers bij het aantrekken van deze spaargelden in toenemende mate concurrentie van het zogenaamde contractuele sparen. Contractuele besparingen in de vorm van kapitaalverzekeringen, lijfrentes e.d., zijn een steeds groter deel van de totale gezinsbesparingen gaan vormen. Voor de consument biedt dit contractuele sparen bij pensioenfondsen een levensverzekeringsmaatschappijen grotere fiscale voordelen dan het vrije sparen bij spaarbanken en geldscheppende instellingen. Het is duidelijk dat hierdoor de concurrentiepositie

van banken in de slag om de gezinsbesparingen nadelig wordt beïnvloed. Daarnaast is het echter ook aannemelijk dat de laatste jaren een groter deel van de totale gezinsbesparingen op de effectenbeurs is belegd. De hausse op de Amsterdamse beurs in de afgelopen jaren kan daaraan bijgedragen hebben.

Mede gezien de veranderde beleggingsvoorkeur van particulieren mag niet verwacht worden dat de groei van het eigenlijk spaargeld bij geldscheppende instellingen een versnelling te zien zal geven. Verwacht wordt dat de totale aanwas van eigenlijk spaargeld dan ook zal achterblijven bij die van vorig jaar.

Tegenover deze mogelijke vertraging in de groei van het eigenlijk spaargeld staat echter een naar verwachting sterkere toename van de overige lange middelen in 1985. Deze toename heeft onder meer te maken met het verlangen van de banken de eigen-vermogenspositie te versterken. Qua omvang lijkt deze toename echter onvoldoende om de teruggang bij het eigenlijk spaargeld te kunnen compenseren. Per saldo moet dan ook rekening worden gehouden met enige vertraging in de groei van de totale lange passiva van geldscheppende instellingen in 1985.

Mede op grond hiervan mag men verwachten dat de liquiditeitscreatie door het bankwezen dit jaar maar weinig zal afwijken van die in 1984. Het groeitempo in de resterende maanden van dit jaar zal evenwel duidelijk afnemen ten opzichte van de twaalfmaandsperiode tot en met juli.

Wat de overheid betreft was in de beschouwde zevenmaandsperiode sprake van een omvangrijke directe liquiditeitsvernietiging, die aanzienlijk uitging boven die van dezelfde periode van vorig jaar. Dit hield verband met het relatief grote kapitaalmarktberoep van de overheid in deze periode. Voor het gehele jaar wordt verwacht dat de uitkomst weinig van nul zal verschillen. Alleen een sterk meevallend financieringstekort zou dit jaar tot een beperkte directe liquiditeitsvernietiging door de overheid kunnen leiden.

De indirecte monetaire expansie van de overheid blijft in 1985 overigens zeer omvangrijk. Het grote overheidsberoep op de kapitaalmarkt leidt immers tot een omvangrijke liquiditeitscreatie door het bankwezen. Bovendien leidt de aankoop van overheidsobligaties door niet-ingezetenen tot liquiditeitstoevoer uit het buitenland. Deze vormen van indirecte monetaire expansie blijven echter in de traditionele monetaire analyse buiten beschouwing.

Samenvattend luidt de verwachting dat de binnenlandse liquiditeitscreatie dit jaar omvangrijk zal blijven. Bij een aanhoudend grote liquiditeitstoevoer uit het buitenland dreigt de liquiditeitsquote ten opzichte van 1984 verder op te lopen.

1) Bron: CBS, *Statistisch bulletin*, nr. 40, 3 oktober 1985.

Tot besluit

De groei van de liquiditeitenmassa bedroeg in de eerste zeven maanden van dit jaar (seizoenwijd) ca. f. 6,2 mrd. De binnenlandse liquiditeitscreatie was primair het gevolg van de toegenomen monetaire expansie bij geldscheppende instellingen en de liquiditeitstoevoer uit het buitenland. De overheid vernietigde liquiditeiten.

De huidige omvang van de liquiditeitsquote is met een niveau van rond de 42,5% van het nationale inkomen hoog te noemen, zeker in vergelijking met een gemiddeld niveau van 35% in de jaren zeventig. Uit deze hoge liquiditeitsquote mag echter niet de conclusie worden getrokken dat Nederland aan de vooravond zou staan van een periode van oplevende inflatie. Zoals reeds eerder in deze rubriek 2) werd opgemerkt, lijkt het immers aannemelijk dat de feitelijke overliquiditeit minder groot is dan deze traditionele liquiditeitsquote suggereert. Relateert men bijvoorbeeld de binnenlandse liquiditeitenmassa aan de omvang van de totale nationale bestedingen (nationaal produkt plus invoer), dan is de toename van deze „alternatieve” liquiditeitsquote ten opzicht van het gemiddeld niveau in de jaren zeventig aanmerkelijk geringer.

Bovendien is de liquiditeitsaanwas in belangrijke mate bij de bedrijven neergeslagen. Verwacht mag worden dat de gestegen liquiditeit van bedrijven van tijdelijke aard is. Bij een herstel van de bedrijfsinvesteringen zal een groot deel van deze middelen – door invoer van investeringsgoederen – via de lopende rekening van de betalingsbalans naar het buitenland afvloeien. Een dergelijke ontwikkeling zal – op termijn – een terugkeer naar „normale” liquiditeitsverhoudingen mogelijk maken, zonder dat daardoor gevaar ontstaat van een oplevende inflatie.

Tegen deze achtergrond is er weinig reden tot verontrusting over de hoge liquiditeitsquote.

P.M. Feenstra

2) Drs. P.M. Feenstra, De lopende rekening, *ESB*, 17 april 1985.