

Omgekeerde rentestructuur en de monetaire financiering van de overheid

DR. F.E. KLIJN*

De huidige situatie waarin de rente op kortlopende schuldtitels hoger is dan de rente op langlopende titels brengt belangrijke veranderingen teweeg in het financiële gedrag van institutionele beleggers. Een deel van hen geeft er thans de voorkeur aan op korte termijn te beleggen. Het financieringsvraagstuk van de overheid, die om monetaire financiering te voorkomen haar tekorten met langlopende middelen moet zien te dekken, wordt daardoor ernstig verscherpt. In dit artikel bepleit de auteur om de overheid onder bepaalde voorwaarden toe te staan haar financieringsbehoefte op monetair neutrale wijze met kortlopende middelen te dekken. Dit zou gunstig kunnen uitwerken op de kapitaalmarktrente en de hoogte van de rentelasten van de overheid op lange termijn bezien.

Inleiding

In dit artikel zullen wij ingaan op de vraag of ten tijde van een omgekeerde rentestructuur kortlopende leningen die door de overheid worden uitgegeven ter financiering van haar tekort, niet geheel of ten dele als monetair neutraal zouden mogen worden aangemerkt. Dit in tegenstelling tot het thans bestaande gebruik, waarbij in principe alle kortlopende leningen als monetaire financiering worden aangemerkt.

Hiertoe zal allereerst worden ingegaan op het verschijnsel van de omgekeerde rentestructuur. Vervolgens wordt het vraagstuk aan de orde gesteld welk gedeelte van de financiering van de overheid ten tijde van een omgekeerde rentestructuur als monetaire financiering moet worden aangemerkt. Hierbij zal worden aangegeven onder welke omstandigheden en voorwaarden aan kortlopende tegoeden die door de overheid worden aangetrokken een monetair neutraal karakter kan worden toegekend.

In de laatste paragraaf wordt getracht aan te tonen dat de gedachte om kortlopende schuldtitels, welke zijn uitgegeven door geldscheppende instellingen — waartoe ook de overheid gerekend wordt — onder bepaalde omstandigheden als monetair neutraal aan te merken, alleszins te verdedigen is en bepaald niet nieuw. Zoals zal worden aangetoond, heeft De Nederlandsche Bank deze gedachte reeds geruime tijd in operationele zin uitgewerkt voor bepaalde kortlopende schuldtitels van het bankwezen (termijndeposito's van particulieren).

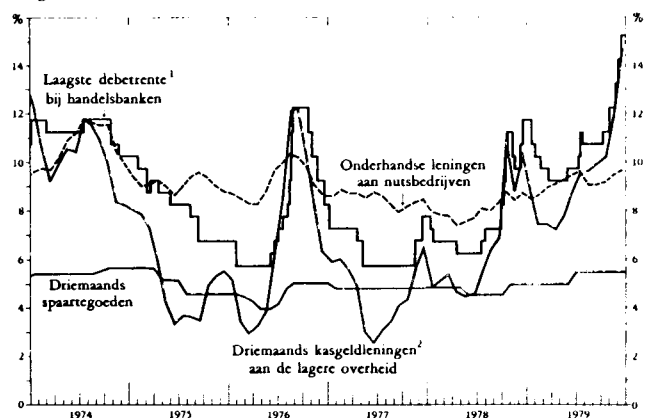
De betekenis van de door ons in dit artikel ontwikkelde gedachte is, dat bij acceptatie de mogelijkheden van de overheid tot het aantrekken van middelen op monetair neutrale wijze worden uitgebreid: een niet onaantrekkelijke conclusie gelet op de grote financieringstekorten van de overheid en het vooruitzicht op een (voorlopig) voortduren van een omgekeerde rentestructuur 1).

De omgekeerde rentestructuur

Gedurende het gehele jaar 1979 en ook nog gedurende de eerste maanden van 1980 kennen wij in Nederland het fenomeen van de omgekeerde rentestructuur, d.i. de situatie waarbij de rente op kortlopende schuldtitels hoger is dan de rente op langlopende titels.

Zoals uit bovenstaande grafiek kan worden afgelezen is dit verschijnsel niet uniek. In de jaren zeventig heeft het zich reeds

Figuur. Rentestructuur (maandgemiddelden)



- [1] Promessedisconto van de Nederlandsche Bank plus een opslag van 1/2%; van tijd tot tijd vermeerderd met een extra opslag van wisselende omvang.
[2] Tevens indicatie voor het beloop van de rente voor driemaands kasgeld aan de private sector en de rente op driemaands termijndeposito's.

meermalen gemanifesteerd, zij het voor kortere perioden. De oorzaak van dit verschijnsel dient, naar het zich laat aanzien, met name gezocht te worden in het feit dat sedert 1973 met het ineenstorten van het Bretton-Woodsstelsel — het systeem van vaste wisselkoersen — het geldmarktbeleid van de centrale bank niet langer uitsluitend gericht is geweest op handhaving van „orderly market conditions” en ondersteuning van het algemene monetaire beleid, maar vooral op de bescherming van de positie van de gulden in het internationale monetaire gebeuren. Gesteld kan worden dat in de internationale markt een duidelijk verband bestaat tussen de sterkte van een valuta en de rente. Deze relatie geldt ook voor de gulden. Is de gulden een sterke valuta, dan kan de geldmarktrente relatief laag zijn. Is daarentegen sprake van een zwakke gulden, dan zal De Nederlandsche Bank haar beleid richten op een verhoging van de geldmarktrente.

*Directie-assistent voor bijzondere economische aangelegenheden bij de Postgiro/RPS.

1) Bijkomende voordelen van acceptatie kunnen zijn dat:

- de kapitaalmarktrente minder snel stijgt bij een relatief hoog geldmarktrenteniveau wegens het verminderde beroep van de overheid op de kapitaalmarkt;
- de rentelasten van de overheid op langere termijn gezien geringer zullen zijn.

Hoewel het inderdaad mogelijk is gebleken door middel van een relatief hoge geldmarktrente de valulaire positie van de gulden te beschermen en daarmee te stabiliseren, betekent een en ander wel dat bij de bescherming van een zwakke gulden de traditionele rentestructuur wordt doorbroken. Niet langer wordt dan voldaan aan de regel dat de rentevergoeding hoger zal zijn naarmate de periode gedurende welke de gelden beschikbaar worden gesteld langer is. Zoals uit de grafiek kan worden afgelezen, heeft de omgekeerde rentestructuur zich ook in de jaren 1974 en 1976 voorgedaan. Geen van beide periodes was evenwel zo langdurig als de laatste periode. Inmiddels is gedurende meer dan een jaar sprake geweest van een omgekeerde rentestructuur.

Zoals te verwachten, heeft het bestaan van een omgekeerde rentestructuur ook invloed gehad op het financiële aanhoudingsgedrag van het publiek en de institutionele beleggers. In het jaarverslag van De Nederlandsche Bank over 1973 werd in dit verband onder meer vastgesteld: „Een van de gevolgen van de hoge geldmarktrente was een overheveling van tegoeden op spaarrekening naar termijndeposito's die zich het sterkst heeft voorgedaan bij de handelsbanken" 2). In 1974 was een vrijwel gelijk beeld waar te nemen, waarover in het jaarverslag over 1974 werd opgemerkt: „Bij de beoordeling van de ontwikkeling van de geregistreerde liquiditeitsquote werd in aanmerking genomen, dat deze door bijzondere factoren zou kunnen blijven stijgen, zonder dat van een wezenlijke liquiditeitsverruiming sprake zou behoeven te zijn" 3). Deze omzettingen van spaartegoeden in termijndeposito's hebben zich ook in latere jaren voorgedaan ten tijde van een relatief hoge geldmarktrente.

Thans bedraagt de omvang van de door particulieren aangehouden spaargelden in de vorm van termijndeposito's ruim f. 13 mrd., of wel 25% van het totale spaargeldbestand. In het jaarverslag over 1979 van De Nederlandsche Bank wordt ter zake het volgende opgemerkt: „De renteverhoudingen brachten verder mee dat gedurende een groot deel van het jaar binnen het spaargeldbestand wederom een omvangrijke overheveling van spaartegoeden naar particuliere deposito's plaatsvond en dat zich binnen de liquiditeitsmassa een verschuiving voordeed van giraal geld naar termijndeposito's". Met betrekking tot het financiële gedrag van de institutionele beleggers lezen wij: „Bij institutionele beleggers droeg de hoge geldmarktrente bij tot het (tijdelijk) plaatsen van in beginsel lang beschikbare beleggingsmiddelen op de depositomarkt" 4).

Deze constatering had men overigens ook reeds in 1979 kunnen vernemen in geldmarktcringen zelf. Een duidelijke bevestiging hiervan stond in de wekelijkse publicatie van de geldmarkt makelaars Van Diest, Geerling & Raven van 12 oktober 1979: „Bovendien wordt momenteel de hoge geldmarktrente tijdelijk door een aantal beleggers verkozen boven de kapitaalmarktrente". Evenals het publiek vertonen blijkbaar ook de institutionele beleggers een voorkeur om hun middelen, die in principe voor langlopende belegging in aanmerking komen, aan te houden in relatief hoogrentende kortlopende vorm.

De monetaire financiering van de overheid

Het is interessant om tegen de achtergrond van het voorgaande thans nader in te gaan op het financieringsvraagstuk van de overheid. De tabel toont aan dat er reeds verscheidene jaren sprake is van een financieringstekort van de overheid, welke in het jaar 1979 opliep van 4,4% tot 5,5% van het nationale inkomen. Hierbij steeg het financieringstekort van het rijk van f. 9,3 mrd. in 1978 tot f. 13,1 mrd. in 1979. Het netto beroep van het rijk op de kapitaalmarkt nam in 1979 met ruim f. 1 mrd. toe tot f. 8,9 mrd., hetgeen betekende dat het toegenomen financieringstekort nog maar zeer ten dele gedekt werd. Het liquiditeitstekort — het bedrag waarmee het rijk een beroep moest doen op monetaire financiering — liep op met f. 2,7 mrd. tot f. 4,2 mrd. Het financieringstekort van

Tabel. Overheidsfinanciën op kasbasis (in procenten van het nationale inkomen)

Omschrijving	Gemiddelde			1977	1978	1979 c)
	1961/1971	1972/1974	1975/1976			
Belastingontvangsten a)	25,9	29,1	30,2	30,8	31,4	31,3 e)
Niet-belastingontvangsten	2,6	3,6	5,1	5,7	7,5 d)	7,4
Uitgaven a) (-)	-32,9	-34,8	-40,5	-40,4	-43,3 d)	-44,2 e)
Financieringstekort b) (-)	-4,4	-2,1	-5,2	-3,9	-4,4	-5,5
Saldo van netto beroep en aanbod op de binnenlandse kapitaalmarkt	3,8	3,6	4,1	3,6	3,1	3,8
Liquiditeitstekort (-)	-0,6	1,5	-1,1	-0,3	-1,3	-1,7
Sociale fondsen						
- middelenoverschot (incl. kredietmutaties bij het Rijk)	0,3	0,3	0,7	-0,1	-	-0,5
- liquiditeitsoverschot	0,1	0,3	0,4	0,1	-0,1	-0,8

Bron: De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1979*, Amsterdam, 1980

- a) Ongerekend de door de lagere publiekrechtelijke lichamen zelfstandig geïnde belastingen, c.q. de uit deze ontvangsten gedane uitgaven.
b) Waaronder het kapitaalverkeer met het buitenland.
c) Voorlopige cijfers.
d) De stijging van 1977 op 1978 is voor 0,7 punt vertekend door statistische oorzaken, verband houdende met de invoering van de nieuwe Comptabiliteitswet, begin 1978.
e) Na correctie voor de omzettingen van kinderaftek in kinderbijslag en van investeringsaftek en vervroegde afschrijving in investeringspremies waren de belastingontvangsten en de uitgaven naar raming 0,5 punt lager.

de lagere overheid heeft zich in 1979 gestabiliseerd op f. 1,9 mrd. Dit bedrag werd voor een belangrijk deel gedekt door een beroep op de kapitaalmarkt ad f. 1,5 mrd. Het liquiditeitstekort — het bedrag waarvoor de lagere overheid een beroep moest doen op monetaire financiering — bleef beperkt tot 0,4 mrd. 5).

Gelet op de heersende rentestructuur — de z.g. omgekeerde rentestructuur — en de daarmee samenhangende groeiende voorkeur van de (sociale) fondsen voor uitzettingen op de depositomarkt van middelen, die in principe in aanmerking kwamen voor lange uitzettingen, komt de stijging van de monetaire financiering ons niet vreemd voor. Naar onze mening kan evenwel de vraag worden gesteld of het gedeelte van het financieringstekort dat niet kon worden gedekt via een beroep op de kapitaalmarkt, wellicht op monetair neutrale wijze gedekt kan worden door kortlopende leningen uit te zetten op de geldmarkt. Of, om de vraag iets concreter te formuleren: stel dat institutionele beleggers hun in beginsel lang beschikbare beleggingsmiddelen zouden hebben uitgezet in kasgeldleningen van de (lagere) overheid, zouden deze kasgeldleningen dan niet als monetair neutraal moeten worden aangemerkt?

Naar onze mening dienen kasgeldleningen en eventuele kortlopende leningen verstrekt aan de (lagere) overheid wegens het kapitaalmarkt karakter van de belegde gelden — voor zover zij althans betrekking hebben op de in beginsel lang beschikbare beleggingsmiddelen — als monetair neutrale financiering te worden aangemerkt, waarbij overigens wel de voorwaarde moet worden gesteld dat voldaan wordt aan enkele monetaire neutraliteitswaarborgen c.q. vormvereisten.

Immers, hoewel de kortlopende overheidsleningen in eerste instantie — dank zij het kapitaalmarkt karakter van de belegde middelen — het karakter van een monetair neutrale financiering hebben aangenomen, is het niet uitgesloten dat na afloop van bij voorbeeld een termijn van drie maanden de toevertrouwde lange middelen worden uitgezet bij andere marktpartijen dan bij de overheid. In dat geval kan de

- 2) De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1973*, blz. 76.
3) De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1974*, blz. 75.
4) De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 66.
5) Vermeldenswaard hierbij is dat de ruimte onder de kasgeldnorm een verdere stijging te zien gaf (tot f. 3³/₄ mrd.) onder invloed van een toegenomen dekking op termijn van toekomstige kapitaaluitgaven.

aflossingsplicht van de overheid leiden tot geldcreatie en daarmee tot een monetair impuls. Ten einde deze risico's te vermijden, zullen de kortlopende overheidsleningen dienen te beantwoorden aan bepaalde monetair neutraliteitswaarborgen. Een mogelijke en naar onze mening ook voldoende vormvereiste zou kunnen zijn dat wordt voldaan aan een consolidatie/„roll-over“-eis, d.w.z. een afspraak dat de belegger zijn toevertrouwde middelen na afloop van de termijn of wel zal aanhouden in langlopende vorm tegen de dan heersende marktvoorwaarden, of wel opnieuw zal aanhouden in de vorm van een kasgeldlening, eveneens tegen de dan geldende marktcondities.

Het voordeel van ons voorstel zal duidelijk zijn. Het hier toegelichte financieringsinstrument biedt de overheid de gelegenheid om ten tijde van een — soms langdurige — omgekeerde rentestructuur lange middelen aan te trekken tegen de dan heersende geldmarktcondities zodat:

- a. de rente op haar langlopende leningen niet zodanig behoefte te worden verhoogd dat zij weer voldoende concurrerend is met de geldmarktrente om de vereiste hoeveelheid kapitaalmiddelen in traditionele vorm aan te trekken, danwel
- b. het gevaar te lopen bij een onvoldoende aanbod van lange middelen in de traditionele vorm niet te kunnen blijven binnen de door De Nederlandsche Bank wenselijk geachte ruimte van monetair financiering.

Slechts ter verdere toelichting op ons voorstel om het financieringsinstrumentarium van de overheid uit te breiden op zodanige wijze dat ook lange middelen, die in korte vorm worden aangeboden, als monetair neutrale financiering kunnen worden aangemerkt, zullen wij in de volgende en laatste paragraaf een korte beschouwing wijden aan de wijze waarop De Nederlandsche Bank onderscheid maakt tussen de passiva van het bankwezen met en zonder een liquiditeitskarakter.

De afbakening van het liquiditeitsbegrip 6)

In het begin der jaren vijftig heeft De Nederlandsche Bank besloten tot uitbreiding van het tot dan gehanteerde „enge“ liquiditeitsbegrip — de chartale en girale geldhoeveelheid — met de secundaire liquiditeiten. De aanleiding hiertoe werd gevormd door de financiële ontwikkelingen ten tijde van de z.g. Koreahausse van 1950-1951 waarbij de private sector „en masse“ grote hoeveelheden schatkistpapier, termijndeposito's en andere zeer liquide activa in geld omzette, om deze gelden vervolgens ten dele aan te wenden voor extra consumptieve bestedingen. Als definitie van het begrip „secundaire liquiditeiten“ werd de omschrijving geïntroduceerd: „alle vorderingen op de overheid en geldschepende instellingen, in handen van andere houders dan banken, die geen geld zijnde, toch op vrij korte termijn zonder veel kosten en zonder noemenswaardig koersverlies „en masse“ kunnen worden omgezet in vrij beschikbaar geld...“.

Uit de modificaties welke De Nederlandsche Bank sedert 1951 heeft aangebracht aan het liquiditeitsbegrip, blijkt dat het voldoen aan het hierboven geformuleerde objectieve „en masse“-criterium niet van doorslaggevende betekenis is bij het vaststellen van het liquiditeitskarakter van een financieel activum. Het niet of wel bezitten van een kapitaalmarkt-karakter is in de afgelopen jaren bepalend gebleken voor de beslissing bepaalde activa al dan niet als monetair relevante componenten in het liquiditeitsbegrip op te nemen. Hoewel direct opvraagbare spaartegoeden bij voorbeeld voldoen aan het objectieve „en masse“-criterium en op grond hiervan een liquiditeitskarakter toegekend zouden moeten krijgen, zal dit laatste niet het geval zijn indien aan de hand van de omloopsnelheid is vastgesteld dat deze spaartegoeden een kapitaalmarkt-karakter dragen. Het gewicht dat door De Nederlandsche Bank in het kader van de afbreking van het liquiditeitsbegrip wordt toegekend aan het wel of niet bezitten van een kapitaalmarkt-karakter, kan worden beschouwd als

een direct uitvloeisel van de monetair visie van De Nederlandsche Bank en haar streven naar handhaving van monetair evenwicht.

Deze relatie laat zich als volgt — op zeer globale wijze — samenvatten. Het streven van De Nederlandsche Bank naar monetair evenwicht is een beleid dat gericht is op zodanige financiële condities dat in reële sfeer noch een vraagexcedent, noch een vraagtekort mogelijk wordt. Aangezien een vraagexcedent/tekort niet alleen kan ontstaan door geldcreatie/vernietiging maar ook door ontpotting/oppotting van liquide activa, was het noodzakelijk om in de monetair analyse al die financiële activa te betrekken die de mogelijkheden van liquiditeits(in)activering in zich dragen. In eerste instantie dienen hiertoe te worden gerekend al die financiële activa die in staat zijn de thesaureringsfunctie van geld op bijna gelijkwaardige wijze te vervullen dank zij de eigenschap dat zij op korte termijn zonder veel kosten of koersverlies „en masse“ in geld kunnen worden omgezet.

Zoals hierboven reeds werd vastgesteld, worden niet alle tegoeden die aan het objectieve „en masse“-criterium beantwoorden, gerekend tot de secundaire liquiditeiten. De spaartegoeden aangehouden bij de landbouwkredietinstellingen en de eigenlijke spaargelden aangehouden bij de algemene banken bijvoorbeeld worden buiten het liquiditeitsbegrip gehouden op grond van het kapitaalmarkt-karakter. Het bezitten van een kapitaalmarkt-karakter houdt immers in dat:

- a. het niet in de bedoeling ligt van de houder om het tegoed aan te wenden voor aankopen in de reële sfeer en derhalve
- b. het betreffende tegoed *niet* de thesaureringsfunctie van geld vervult.

Zoals ik in mijn studie *De afbakening van het liquiditeitsbegrip* heb betoogd, is het niet terecht slechts een kapitaalmarkt-karakter toe te kennen aan tegoeden welke een relatief lage omloopsnelheid vertonen. Ook virulente spaartegoeden, die de functie van speculatiekas vervullen — deze vermogens-titels werden door ons aangeduid met de term „beleggingsliquiditeiten“ — dragen een kapitaalmarkt-karakter. Deze op grond van het beleggings-speculatiemotief aangehouden liquiditeiten zijn naar hun aard immers afkomstig uit beleggingen of lopende besparingen. Daarnaast ligt het in de aard der intenties dat een eventuele aanwending van deze beleggingsliquiditeiten opnieuw in de beleggings-sfeer zal plaatsvinden. Beleggingsliquiditeiten zijn naar onze mening dan ook volwaardige beleggingsactiva, evenwel met als belangrijkste kenmerk, dat zij met de intentie worden aangehouden om deze activa bij wijzigende (rente)omstandigheden om te zetten in andere beleggingsactiva.

Berust een toegenomen vraag naar liquide financiële activa op beleggingsliquiditeitsoverwegingen, dan zal geen kringloopverstoring optreden indien de intermediërende financiële instellingen daartegenover kredieten verstrekken of beleggingen verrichten: er is dan slechts sprake van een substitutie van koopkrachtige vraag. „Beleggingsliquiditeiten kunnen naar hun aard geen actuele inflatie belichamen en vormen ook bij opvraging geen inflatoire bedreiging, indien de spelregels van het monetair beleid monetair compensaties verzekeren“ zo stelden wij in onze eerder genoemde studie.

Ook De Nederlandsche Bank heeft in het verleden naar voren gebracht dat naar haar mening virulente beleggingsliquiditeiten zeer wel een kapitaalmarkt-karakter toegekend dienen te krijgen. In het jaarverslag over 1962 merkte zij ter zake op:

„In het licht van het bovenstaande lijkt het waarschijnlijk dat althans een deel van de spaarrekeningen bij de handelsbanken een relatief belangrijke functie vervult voor de particuliere belegger in het kader van een actief beleggingsbeleid dat mede de belegging in effecten omvat. Voor deze belegger is de inlegging op spaarrekeningen het resultaat van een bewuste afweging van alternatieve beleggingsmogelijk-

6) Zie voor een uitvoerige analyse: F.E. Klijn, *De afbakening van het liquiditeitsbegrip* I, Amsterdam, 1978, NIBE-reeks, nr. 34.

lijkheden. Zijn voorkeur voor belegging op spaarrekeningen kan daarbij in de toekomst zeer wel plaats maken voor een voorkeur voor een andere beleggingsvorm. De voor de spaartegoeden bij de handelsbanken ten dele aanwezige samenhang met vermogenstransacties behoeft intussen niet te betekenen dat om die reden aan deze tegoeden het karakter van eigenlijke spaargelden zou moeten worden ontzegd”.

Zoals bekend, hebben zich de laatste jaren grote problemen voorgedaan rond de afbakening van het liquiditeitsbegrip, als gevolg van het feit, „dat (lange) spaargelden zich ook gemakkelijk — onder invloed van rentevershillen — als kort kunnen voordoen. . .” 7). Uit het jaarverslag over 1979 van De Nederlandsche Bank blijkt dat de Bank besloten heeft met betrekking tot de toekenning van het liquiditeitskarakter aan spaartegoeden uit te gaan van het aanhoudingsmotief, onaf-

hankelijk van de veelal korte overeengekomen looptijd 8).

Het komt ons voor dat de door ons voorgestelde aanpassing in de monetaire benadering van de door de overheid aangetrokken korte leningen volledig aansluit op de filosofie zoals deze reeds meermalen door De Nederlandsche Bank tot uitdrukking is gebracht en ook operationeel is gemaakt met betrekking tot de (spaar)tegoeden welke door het bankwezen worden aangetrokken.

F.E. Klijn

7) De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1962*, blz. 84.

8) De Nederlandsche Bank, *Verslag over het jaar 1979*, blz. 72.