

Aantekeningen bij het Jaarverslag 1992 van DNB

F.A.G. den Butter*

Naast sombere economische vooruitzichten bevat het Jaarverslag van de Nederlandsche Bank interessante achtergronden met betrekking tot het gevoerde beleid (begrotingsbeleid, convergentie in EG-verband), de winstverantwoording (goudverkoop) en vooral de monetaire analyse (overgang van M2 naar M3).

Ditmaal staat in het Jaarverslag 1992 van de Nederlandsche Bank (DNB) geen kernachtige zin die aangeeft welke rode draad de ontwikkeling in het verslagjaar kenschetst. Impliciet komt uit de tekst wel een typering naar voren: de economische fut is eruit. Dit betreft in de eerste plaats de conjuncturele malaise waarin de wereld verzeild is geraakt. Dus ook Nederland dat nu eenmaal moet meedobberen op de conjunctuurgolven in de wereld. In samenhang hiermee is ook veel zand gekomen in het proces van Europese convergentie en integratie. En waar eerst de zon van euphorie over de ontwikkelingen in Oost-Europa hoog aan de hemel stond, drijven nu zwarte wolken omdat de conversie van een plan- naar een markteconomie toch wel zeer moeizaam verloopt.

Het is zeker niet de schuld van het monetaire beleid dat het zover gekomen is, en het monetaire beleid kan er ook verder weinig aan doen om de fut er weer in te brengen. Formeel gesproken heeft DNB zelfs zeer goed haar macro-economische beleidstaak vervuld: volgens het Centraal Economisch Plan bedraagt de inflatie in ons land in 1993 naar verwachting 2,25%. Dit dank zij het beleid dat erop gericht is om de gulden sterk te houden. Daarom ook valt er ook in het jaarverslag weinig te zeggen over de eigen beleidsvoornemens.

De aandacht van president Duisenberg richt zich veeleer op waarschuwingen over de inzet van andere beleidsinstrumenten, met name het budgettaire beleid. Nadat tot 1992 de overheidsfinanciën konden worden versterkt, bestaat nu het gevaar dat 'de haarscheuren in het beleid die in het begin van de jaren negentig reeds zichtbaar werden, zich tot grote barsten ontwikkelen'. Met 'budgettaire kunst- en vliegwerk' wordt gepoogd de recessie door te komen. De associatie dat haarscheuren en barsten in het echte vliegwerk van 1992 nogal wat rampen hebben veroorzaakt, vormt wellicht de opmaat voor Duisenbergs waarschuwing dat in de meeste geïndustrialiseerde landen in de wereld, met uitzondering van Japan, de overheidsfinanciën geen actieve conjunctuurstimulering toestaan.

Aantekeningen

Het jaarverslag van DNB biedt meer dan alleen grote lijnen. Het is juist de gedegenheid en de aandacht voor detail die het jaarverslag traditiegetrouw tot een belangwekkend document in de economische verslaglegging maakt. Daarom wil ik deze bespreking vooral benutten om wat aantekeningen te maken bij een aantal specifieke en soms ook technische aspecten die in het verslag over 1992 opvallen. Dit gebeurt aan de hand van een drietal functies die het jaarverslag vervult, namelijk:

- de documentatie van de financiële en algemeen economische ontwikkeling en beleid, de verantwoording van het gevoerde monetaire beleid en een blik op het toekomstige beleid;
- de uitbouw en ombouw van de monetaire analyse;
- de eigenlijke jaarverslagfunctie.

Economische ontwikkeling en beleid

De analyse van de economische ontwikkeling in het verslagjaar, de verantwoording van het gevoerde monetaire beleid en de aanbevelingen voor de toekomst vormen verreweg het belangrijkste onderdeel van het jaarverslag. Het verslag documenteert, zoals gebruikelijk, nauwgezet de feitelijke ontwikkeling en besteedt veel aandacht aan de gebeurtenissen in het EMS, de drukke rol van het IMF en de modaliteiten van de nieuwe Wet toezicht kredietwezen. Maar over het gevoerde en het te voeren beleid wordt slechts tussen de regels door en met mondjesmaat wat gezegd. Voor een samenhangend beeld van het

* De auteur is hoogleraar Algemene economie aan de Vrije Universiteit, Amsterdam. Met dank aan Pieter Gautier en Dick van der Wal voor nuttig commentaar, aan Simon van Dijken voor de uitstekende onderzoeksassistentie en aan de afdeling SIR van de Nederlandsche Bank voor vroegtijdige levering van het gebruikte cijfermateriaal.

monetaire beleid kan men tegenwoordig beter terecht bij andere publikaties die hierover vanuit de Bank verschijnen¹.

Begrotingsbeleid

Traditiegetrouw heeft de verslaglegging in het jaarverslag van DNB grotendeels een retrospectief karakter en wordt het voorspellen aan het CPB over gelaten. Een intrigerende uitzondering hierop in het verslag over 1992 vormt een paragraaf over de begrotingsvooruitzichten. Met behulp van een drietal scenario's wordt getoond dat, uitgaande van een nominale groei van het bruto binnenlands produkt (bbp) van 4%, het begrotingstekort van de overheid tot 1% van het bbp dient te worden teruggebracht wil de schuldquote vóór 2010 onder de zestig-procentnorm van de EG komen. Deze eenvoudige vooruitberekeningen vormen de basis van het pleidooi van Duisenberg om het overheidstekort na 1994 tot ver onder de 3% bbp terug te brengen.

Vanuit de eigen beleidstaak van de Bank is deze consequente begrotingslobby begrijpelijk, maar vanuit een breder perspectief veronachtzaamt deze grammofoonplaat wel de afweging met andere beleidsdoelen. Over het milieubeleid, het werkgelegenheidsbeleid en zelfs over de noodzaak tot bezuinigingen om tot een lagere lastendruk te komen wordt in het jaarverslag niet of nauwelijks gerept.

Economische convergentie EG

Om de verzanding van het proces van economische convergentie in Europa te illustreren is in het jaarverslag een interessante tabel opgenomen (tabel 5.1) die aangeeft in welke mate de deelnemende landen in 1991 en 1992 aan de EMU-convergentie-eisen met betrekking tot vier doelstellingen, te weten de inflatie, de lange rente, het overheidstekort en de overheidsschuld hebben voldaan. Hieruit blijkt dat in 1991 de twaalf lidstaten op 28 van de 48 (12 x 4) punten aan de convergentie-eisen voldeden, terwijl deze score in 1992 tot 24 is gezakt (Denemarken (!) en Luxemburg zijn de enige landen die in beide jaren aan alle vereisten voldoen). Volgens dit criterium is de convergentie dus inderdaad verzand en eerder af- dan toegenomen.

Convergentie wil echter ook zeggen dat landen in economische ontwikkeling naar elkaar toegroeien, nog afgezien van de te bereiken EMU-doelstellingen. Vanuit deze optiek heb ik een 'convergentie-index' berekend. Daartoe is voor 1991 per doelgrootte de som van de absolute verschillen van de twaalf landen ten opzichte van het EG-gemiddelde berekend, en op 1 genormeerd. Optelling over de vier doelstellingen geeft dan voor 1991 een indexwaarde van 4. De op analoge wijze berekende waarde voor 1992 bedraagt 3,6. Dit duidt erop dat in 1992 toch enige convergentie is opgetreden. Alleen voor de schuldquote ligt de indexwaarde van 1992 boven de 1.

Het optimisme van deze index over de voortgang van de convergentie komt overigens vooral op rekening van Griekenland en Portugal, de lidstaten die in 1991 zeer ver van de convergentie-eisen verwijderd waren.

Monetaire analyse

De monetaire analyse vormt de operationele onderbouwing van het geldhoeveelheidsbeleid van DNB op basis van de monetaire theorie. Zo biedt de monetaire analyse de argumentatie voor het instellen van kredietbeperkende maatregelen.

Tijdens het presidentschap van dr. Holtrop nam de uitleg over het hoe en waarom van de monetaire analyse een belangrijke plaats in het jaarverslag in. Het jaarverslag verschaftte indertijd niet alleen inzicht in de financieel-economische ontwikkeling maar ook in de vorderingen van de praktische monetaire theorie, waaraan de Bankpresident en zijn medewerkers, ook internationaal gezien, een belangrijke bijdrage leverden. Tegenwoordig bevat het jaarverslag nog nauwelijks monetair-theoretische beschouwingen. Andere publikaties, zoals wetenschappelijke tijdschriften, zijn hiervoor meer geschikt en de specifieke, statistisch-technische aspecten van de monetaire analyse worden in de Kwartaalberichten van DNB besproken. Dit neemt niet weg dat de monetaire analyse nog steeds aan verandering onderhevig is, een verandering die zijn weerslag heeft in de jaarverslaglegging.

Van M2 naar M3

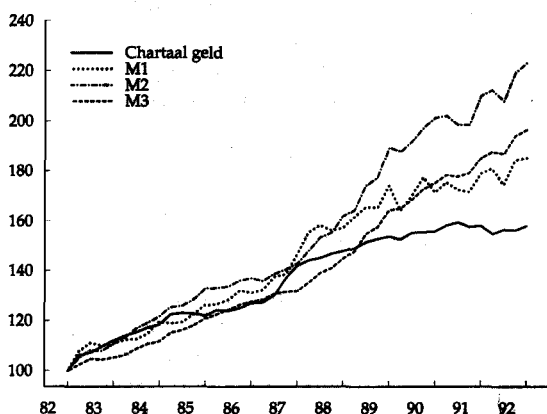
In 1992 heeft een zeer substantiële wijziging in de monetaire analyse plaatsgevonden, namelijk de overgang van het traditionele geldbegrip M2 naar het ruimere M3 als centraal geldbegrip. Als reden voor deze overgang noemt het jaarverslag de harmonisering van de ruim gedefinieerde nationale geldbegrippen waartoe het Comité van het centrale-bankpresidenten van de Europese Gemeenschap besloten heeft (M3H, met H van 'harmonized' maar in het jaarverslag kortweg aangeduid als M3). In dit M3-aggregaat is het voorheen gehanteerde M2-begrip uitgebreid met het spaargeld met een oorspronkelijke looptijd korter dan twee jaar (kort spaargeld). Daarnaast zijn de kortlopende verplichtingen van de overheid aan de particuliere sector (een relatief kleine post), die deel van M2 uitmaakten, uit de binnenlandse liquiditeitenmassa verwijderd.

Vanuit de monetair-theoretische optiek spelen andere argumenten dan de harmonisatiegedachte een rol bij de bepaling van de meest adequate gelddefinitie. Bij de definitie van het geld, ofwel het afbakingsvraagstuk, gaat het erom waar men de grens legt welke geldvorm nog wel en welke geldvorm niet meer tot de geldhoeveelheid of de liquiditeitenmassa wordt gerekend. Een vijftal argumenten is hierbij van belang:

- zijn de onderdelen van het geldbegrip goede substituten voor geld;
- is de geldvraagrelatie met betrekking tot het geldbegrip stabiel;
- is het desbetreffende geldbegrip beheersbaar voor de monetaire autoriteiten;

1. Bij voorbeeld bij A.H.E.M. Wellink, Monetair beleid, in J.J.M. Kremers (red.), *Inspelen op Europa*, Academic Service, Schoonhoven, 1993, blz. 21-36.

Figuur 1. De ontwikkeling van vier monetaire aggregaten, ultimo 1982 = 100



Tabel 1. Groei nominale geldbegrippen en bruto binnenlands product, 1982-1992, in % per jaar

Chartaal geld	M1	M2	M3	NGB ^a oud	NGB nieuw	Spaarg. kort	Spaarg. lang	bbp
4,7	6,4	8,4	7,0	9,2	6,2	5,3	-1,1	4,1

a. NGB = Netto geldscheppend bedrijf.

Tabel 2. Correlatie geldbegrippen met bruto binnenlands product, 1982:I-1992:IV, in volumina

	Ln(ch)	Ln(m1)	Ln(m2)	Ln(m3)	Ln(ngb) (oud)	Ln(ngb) (nieuw)
Ln(bbp)	0,8914	0,9419	0,9921	0,9923	0,9681	0,9681
	Δ Ln(ch)	Δ Ln(m1)	Δ Ln(m2)	Δ Ln(m3)	Δ Ln(ngb) (oud)	Δ Ln(ngb) (nieuw)
ΔLn(bbp)	0,318	0,242	0,324	0,360	0,064	0,119

- wat is de liquiditeit van de financiële activa die in het geldbegrip zijn opgenomen, en
- welke invloed gaat er van het geldbegrip op de reële sfeer uit?²

Geldbegrippen in Nederland

Het is interessant om tegen de achtergrond van deze argumenten de in Nederland gehanteerde geldbegrippen kort voor het voetlicht te brengen. Het geldbezit per hoofd van de bevolking in Nederland geeft een indruk van de relatieve omvang van de geldbegrippen. Per ultimo 1992 bezaten de Nederlanders per hoofd gemiddeld bijna f 2.400 aan chartaal geld. Voor M1 (chartaal plus giraal geld) bedroeg dit bijna f 8.800, voor het oude M2-begrip bijna f 17.000 en voor het nieuwe M3-begrip ruim f 28.000. Hieruit blijkt dat de toevoeging van de korte spaargelden inderdaad een aanzienlijke verruiming van het geldbegrip betekent.

In figuur 1 is de ontwikkeling van de vier onderscheiden geldbegrippen getekend, waarbij deze zijn uitgedrukt als index met ultimo 1982 = 100. De figuur laat zien dat in de afgelopen tien jaar M2 de grootste groei heeft gekend. Dit blijkt ook uit de in tabel 1 berekende gemiddelde groeipercentages. De groei van het nieuwe M3-begrip is de afgelopen tien jaar iets minder uitbundig geweest, maar komt uiteindelijk wel hoger uit dan de groei van M1. Deze is de afgelopen drie jaren afgezwakt, met name omdat in deze periode de chartale geldhoeveelheid vrijwel constant is gebleven. Tabel 1 laat zien dat in de afgelopen tien jaar alle genoemde geldbegrippen sneller zijn toegenomen dan het bbp, dat tegenwoordig als referentiegrootte in de monetaire analyse wordt gebruikt³. Tabel 1 toont ook dat de omvang van het lange spaargeld in de afgelopen tien jaar is afgenomen, zodat de groei van een nog ruimer M3-begrip (inclusief het lange spaargeld) meer in overeenstemming zou zijn met de groei van het bbp.

Zoals vermeld speelt de relatie tussen het geldbegrip en het inkomen een belangrijke rol bij de afbakeningsproblematiek. Bij wijze van zeer eenvoudige empirische analyse geeft tabel 2 de uitkomsten van een aantal correlaties tussen de verschillende geldbegrippen en het bbp. De bovenste helft van de tabel toont de correlatie tussen de logaritme van het volume van het bbp en de logaritme van de standen van de verschillende geldbegrippen in reële termen. In de benedenhelft van de tabel zijn de groeipercentages van het reële bbp gecorreleerd met de groeipercentages van de verschillende geldbegrippen in reële termen. De tabel laat zien dat de correlaties bij het nieuwe M3-begrip het hoogste zijn en dat dus vanuit deze optiek de overgang naar dit geldbegrip nog niet zo gek is. Ook in geldvraagstudies komt de relatie voor M3 veelal als relatief stabiel uit de bus⁴.

Oorzakenanalyse

De overgang naar het geldbegrip M3 heeft ingrijpende gevolgen voor de zogeheten oorzakenanalyse⁵. Dit overblijfsel van Holtrops gedachtengoed speelt nog steeds een belangrijke rol in de hedendaagse monetaire analyse van ons land. De oorzaken van een verandering van de liquiditeitsmassa worden gevormd door de tegenposten van de liquiditeiten-

2. Zie hiervoor B. Compajen en F.A.G. den Butter, *De Nederlandse economie 3, Het jaarverslag van de Nederlandsche Bank*, Wolters Noordhoff, Groningen, 1991, blz. 25-26.

3. Het bbp heeft in het jaarverslag in beginsel het traditionele nni als schaalgrootte verdrongen. De rapportage in het jaarverslag is overigens op dit punt nogal gecompliceerd omdat voor de afspraken in het Regeerakkoord het nni als referentiegrootte geldt, maar voor de Europese convergentie-eisen het bbp.

4. Zie M.M.G. Fase en C.C.A. Winder, *The demand for money in the Netherlands and other EC countries*, De Nederlandsche Bank, Research memorandum WO&E, nr. 9214, mei 1992; M.M.G. Fase, Financiële activa, rentevorming en monetaire beheersbaarheid, in E. den Dunnen, M.M.G. Fase en A. Szász (red.), *Zoeklicht op beleid*, Stenfert Kroese, Leiden, 1981, blz. 43-81.

5. M.P.F.M. van Wersch, M3H: het nieuwe Europese geldbegrip, *Kwartaalbericht*, De Nederlandsche Bank, 1992/3, december 1992, blz. 47-54.

massa op de geconsolideerde balans van de gezamenlijke geldscheppende instellingen, te weten de banken, het buitenland en (voorheen, zie verder) de overheid. Hierbij wordt het netto geldscheppend bedrijf (NGB), dat bestaat uit door de banken verleend krediet minus door de banken aangetrokken lange middelen, opgevat als dat deel van de liquiditeitsmassa waarvan de creatie aan de banken valt toe te schrijven.

Vanwege de beheersbaarheid richt het geldhoeveelheidsbeleid van de Bank zich tegenwoordig op het NGB. Immers, sinds het kapitaalverkeer met het buitenland geliberaliseerd is, valt de toe- of afvloeiing van geld uit en naar het buitenland niet meer door de Bank te beheersen. Nu de korte spaartegoeden binnen de nieuwe gelddefinitie vallen, wordt ook het NGB hiermee uitgebreid. Bovendien wordt de overheid niet langer als geldscheppende instelling aangemerkt, zodat ook het korte krediet van de banken aan de overheid naar het NGB wordt overgeheveld (en de overheid dus nooit meer monetaire financiering verweten kan worden). Eén en ander impliceert dat het NGB volgens de nieuwe definitie meer dan verdubbeld is ten opzichte van de oude definitie: van f 190 mrd naar f 375 mrd per ultimo 1992. Anderzijds is de toeneming van het NGB volgens de nieuwe definitie in de afgelopen tien jaar geringer geweest dan volgens de oude definitie (zie figuur 2 en tabel 1). Volgens tabel 2 ontlopen beide begrippen elkaar nauwelijks, wanneer gekeken wordt naar de correlatie met het bbp⁶.

Winstverantwoording

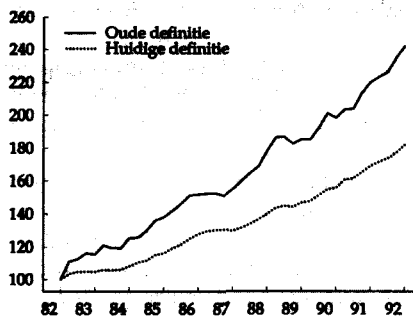
Vanwege de nadruk op de economische analyse en verslaglegging dreigt het juridische oogmerk van het jaarverslag van DNB wel eens op de achtergrond te raken: dit is een verslag aan de algemene vergadering van aandeelhouders van een naamloze vennootschap. Een nv die een eigen specifieke bedrijfsvoering heeft en ook nog flink wat winst maakt. Zeker in de afgelopen jaren, zie figuur 3.

Over die winst is in het verslagjaar heel wat te doen geweest, ook in dit tijdschrift⁷. In beginsel maakt DNB winst zoals alle banken, omdat de beleggingsopbrengsten van de activa hoger zijn dan de kosten van de passiva. Daarbij zij opgemerkt dat waarderingsverschillen niet in de winst van DNB tot uitdrukking komen maar bij de passiva als afzonderlijke post worden geboekt.

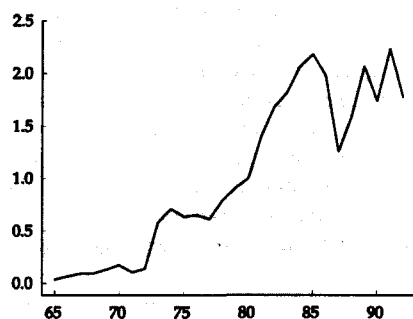
De potentiële winst van de Bank neemt toe naarmate de omvang toeneemt van die passiva waar weinig tot geen kosten aan verbonden zijn (bankbiljetcirculatie, waarderingsverschillen), en naar mate op de activa een hoger rendement wordt behaald. Dit betreft de goud- en deviezenvoorraad, waarvan het goud in beginsel geen beleggingsopbrengsten oplevert.

In het boekjaar heeft DNB, in navolging van de Nationale Bank van België, een deel van haar goudvoorraad op termijn verkocht. Het gaat om 400 ton goud, circa 20% van de jaarlijkse wereldproductie en bijna een kwart van de eigen goudvoorraad van DNB. Deze operatie is op prudente wijze uitgevoerd

Figuur 2. Ontwikkeling netto geldscheppend bedrijf volgens de oude en nieuwe definitie, ult. 1982 = 100



Figuur 3. Winst van de Nederlandsche bank, f mrd.



zodat het internationaal vertrouwen in de gulden er niet onder heeft geleden en de goudmarkt er niet door is verstoord. In het verslag wordt voor deze operatie als argument genoemd dat vanuit harmonisatie-oogpunt de Nederlandse goudvoorraad beter in overeenstemming met het Europese gemiddelde diende te worden gebracht. Het is jammer dat het verslag geen tabel geeft met de Nederlandse positie in vergelijking met andere Europese landen vóór en na deze operatie⁸.

6. Deze verandering van de monetaire analyse en de hanteering van het bbp in plaats van het nni als schaalgrootheid heeft gevolgen voor de opstelling in een aantal tabellen van de Statistische bijlage van het jaarverslag. Opmerkelijk is dat de liquiditeitsquote, eens het boegbeeld van de monetaire analyse, vrijwel volledig uit het jaarverslag is verdwenen. Alleen in tabel 10 van de Statistische bijlage wordt voor een aantal landen nog een monetair overzicht volgens de Holtropiaanse methodiek gegeven, inclusief de liquiditeitsquote. Het doet aan als een nostalgisch overblijfsel uit een roemrijk maar voltooid verleden.

7. C. van Ewijk en L.J.R. Scholtens, De winstgevendheid van De Nederlandsche Bank, *ESB*, 1 juli 1992, blz. 640-644; J.P.J.F. Scheepens, DNB - maatschappelijk nut versus rentabiliteit, *ESB*, 19 augustus 1992, blz. 798-799; J.R. Heuvelman, De invloed van interventies op de winst van DNB, *Bank- en Effectenbedrijf*, januari-februari 1993, blz. 26-29.

8. Een opvallend detail is dat de (her-)waardering van de goudvoorraad in de balansopstellingen in de hoofdtekst van het verslag anders is dan in tabel 1.1 van de Statistische bijlage.

Het verslag vermeldt zeer nadrukkelijk dat de goudverkoop niet ten doel had de potentiële winst van de Bank te verhogen. Dit wordt slechts gezien als een 'aanvaardbaar en op zich niet onplezierig bijprodukt van de operatie'. Deze formulering vind ik nogal omzichtig. Naast de harmonisatie-overweging bestaat er immers ook een economische argumentatie om tot een maatschappelijk optimale omvang van de goudvoorraad te komen. Indien de marginale kosten van het mogelijk verlies aan vertrouwen in de gulden door de goudverkoop kleiner zijn dan de potentiële winsttoeneming, is de goudverkoop een economisch rationele handelwijze en als zodanig zeer goed verdedigbaar.

Overigens is de winst van de Bank in het verslagjaar vooralsnog niet gestegen maar juist gedaald, en wel van 2,2 naar 1,8 miljard gulden. Dit heeft niets te maken met de goudverkoop (die in het verslagjaar nog geen invloed had) of met het feit dat de waarde van de bankbiljettencirculatie voor het eerst sinds 1950 (licht) gedaald is. De daling van de winst van de Bank is indirect het gevolg van de valuta-onrust in 1992, waarbij de Bank genoodzaakt was de ruime geldmarktpositie van de banken af te romen via uitzonderlijk hoge verplichte kasreserves. Het zijn de rentelasten van deze kasreserverekeningen die de winst van de Bank in het verslagjaar gedrukt heb-

ben. Weliswaar is als tegenpost op de Bankbalans de deviezenvoorraad toegenomen, maar de beleggingsopbrengsten hieruit wijken vanwege de lagere dollarrente niet veel af van die van 1991.

Besluit

Het Jaarverslag van de Nederlandsche Bank over 1992 heeft iets weg van een hoofdstuk uit een reisverslag; steeds weer blijkt dat het einddoel door allerlei tegenslag pas later dan verhoopt bereikt kan worden. De Bank heeft zelf geen schuld aan de vertraging maar weet de voortgang ook niet erg te bespoedigen. De enige mogelijkheid daartoe is wat aanwijzingen te geven aan de stuurlied die de karavaan weer in gang moeten zetten. Onderwijl wordt het eigen instrumentarium opgepoetst en aangepast aan het komende traject. De moeilijke bereikbaarheid van het einddoel tempert daarbij enigermate het enthousiasme. En speelt niet op de achtergrond de vrees dat het mooie einddoel aan de horizon wel eens een fata morgana zou kunnen zijn?

Frank den Butter
