

Zitting 1981-1982 Nr. 33a

-
- | | |
|---------------|--|
| 16 942 | Verlaging van de accijns van zware stookolie |
| 16 958 | Wijziging van de wet op de accijns van alcoholhoudende stoffen |
| 16 960 | Verhoging van de motorrijtuigenbelasting voor LPG- en dieselpersonenauto's |
| 17 152 | Wijziging van de inkomstenbelasting en van de loonbelasting (verlaging van de bejaardenaftrekken en van de arbeidsongeschiktheidsaftrekken), alsmede wijziging van de vermogensbelasting (afschaffing van de bejaardenaftrek en van de arbeidsongeschiktheidsaftrek) |
| 17 153 | Wijziging van de dividendbelasting (teruggaafregelingen en tarief bij inkoop van krachtens erfrecht opgenomen aandelen) |
| 17 154 | Verlenging voor het kalenderjaar 1982 van de tijdelijke zelfstandigenaftrek in de inkomstenbelasting |
| 17 155 | Wijziging van de Kostenwet invordering rijksbelastingen |
| 17 187 | Verhoging en uitbreiding van de accijns van alcoholvrije dranken |
| 17 188 | Verhoging van de bieraccijns |
| 17 189 | Wijziging van het tarief van de inkomstenbelasting en van de loonbelasting in het kader van het belastingplan 1982 |
| 17 190 | Verhoging van de suikeraccijns |

BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN

11 maart 1982

Aan de Voorzitter van de Eerste Kamer der Staten-Generaal

Postbus 20017, 2500 EA 's-Gravenhage.

In het debat in de Eerste Kamer over het belastingplan 1982 is uitgebreid gediscussieerd over de monetaire financiering door de overheid en de 2^{1/2} mld. staatslening van november terwijl voorts een aantal parallellen is getrokken met het beleid ter zake in het buitenland. In dat debat heb ik toegezegd, naar aanleiding van vragen van de geachte afgevaardigde, de heer Simons, op deze onderwerpen nog eens schriftelijk terug te komen ten einde enkele onduidelijkheden en wellicht ook misverstanden weg te nemen. De geachte afgevaardigde, de heer Simons, stelde enerzijds principiële vragen omtrent de monetaire politiek en de theorie waarop deze stoelt, anderzijds vragen omtrent het praktische marktbeleid. De theoretische

opvattingen noemde hij dogmatisch, de marktbenadering star. Ik zal in het onderstaande trachten aannemelijk te maken dat het feit dat aan bepaalde principes wordt vastgehouden in de monetaire politiek berust op goede theorie. Ook zal blijken dat onze marktbenadering wel degelijk praktisch en flexibel is.

De achtergrond van het financieringsbeleid

Het financieringsbeleid van de Staat is erop gericht in de financieringsbehoefte, dat is het financieringstekort plus de aflossingen, te voorzien binnen de randvoorwaarden van de gewenste monetaire ontwikkeling. Daarbij wordt gestreefd naar *zo min mogelijk* negatieve effecten voor het beroep van andere marktpartijen op de geld- en kapitaalmarkt en *zo min mogelijk* negatieve effecten voor de rente. In de huidige situatie met een zeer hoog financieringstekort zijn negatieve effecten op zich natuurlijk onvermijdbaar. Achtereenvolgens wordt hier aandacht besteed aan de omvang van de monetaire financiering van de overheid en het huidige financieringsbeleid. Tot slot volgen nog enkele opmerkingen over een aantal in de debat gedane suggesties en gestelde vragen.

Het monetaire beleid en de monetaire financiering door de overheid

Bij het financieringsbeleid wordt, uitgaande van de verwachte economische ontwikkeling (betalingsbalans, financieringstekort etc.), een schatting gemaakt van de «spontane» monetaire ontwikkeling. Deze laatste wordt geconfronteerd met de gewenste monetaire ontwikkeling, welke voortvloeit uit de doelstelling van intern en extern evenwicht. Op grond daarvan worden met de Nederlandsche Bank afspraken gemaakt omtrent de toelaatbare monetaire financiering door de overheid. In een jaar waarin sprake is van een groot overschot op de betalingsbalans, waardoor de monetaire verhoudingen te ruim dreigen te worden, zal er bij het financieringsbeleid naar gestreefd worden door de wijze van financiering van het tekort een monetaire verruiming zoveel mogelijk in te tomen. Dit kan in de eerste plaats door beperking van de monetaire financiering door het Rijk, in casu, bij een laag of uitgeput schatkistsaldo, door beperking van de plaatsing van schatkistpapier. In de tweede plaats wordt monetaire verruiming tegengegaan door beperking van de aankoop van staatsschuld door het buitenland. Een zodanige beperking wordt bevorderd door een in verhouding tot het buitenland lage rente op onze kapitaalmarkt (en eventueel door de condities van de staatsleningen niet op de buitenlandse behoefte af te stemmen). Om daarnaast een ongewenste appreciatie te voorkomen is een relatief lage geldmarktrente nog belangrijker. Een en ander betekent dat, gegeven het hoge financieringstekort, de ruimte ontbreekt aan de overheid het beroep op de kapitaalmarkt te matigen. Daardoor is tevens de marge om de kapitaalmarktrente neerwaarts te beïnvloeden zeer gering.

Niet alleen is dit laatste, evenals een hoge geldmarktrente, slecht voor de economische groei, maar ook aan de ongewenste monetaire verruiming valt door de uitgelokte kapitaal invoer niet echt te ontkomen. Ook in de jaren 1972–1976, toen een groot overschot op de lopende rekening gepaard ging met een financieringstekort van de overheid dat aanmerkelijk geringer was dan het huidige, bleek dat niet goed mogelijk te zijn. Dit betekent dat ondanks een sterke beheersing van de monetaire financiering door de overheid de kansen op monetaire verruiming, niet verwaarloosbaar zijn. Onder sommigen leeft overigens ten onrechte de opvatting dat het niet bezwaarlijk is om in de huidige laagconjunctuur de liquiditeitenmassa extra te vergroten door meer monetaire financiering van het financieringstekort. Zij verwachten dat dan de rente zal dalen terwijl de verlangde kapitaalexport goed op gang zal komen. Zij vergeten dan, of nemen op de koop toe, dat de prijs een excessieve monetaire verruiming zal zijn, die bij het ontbreken van een structurele verbetering van de positie van het bedrijfsleven een

uitweg zal vinden in hogere inflatie en, daaraan gepaard en wellicht erop vooruitlopend als gevolg van begrijpelijke verwachtingen, een hogere rente.

Behalve uit oogpunt van de monetaire risico's voortvloeiend uit het grote overschot op de lopende rekening is er een tweede reden de monetaire financiering in de komende periode terug te dringen. Het begrotingsbeleid is erop gericht het overheidstekort af te stemmen op de spaaroverschotten in de economie. Dit betekent dat het tekort alsdan volledig op de kapitaalmarkt wordt gedekt. De voorgenomen tekortreductie maakt een terugdringing van de monetaire financiering door de overheid niet alleen mogelijk doch vanuit dit perspectief ook gewenst.

De afspraken met de Nederlandsche Bank moeten dan ook in het licht van zowel de feitelijk verwachte monetaire ontwikkeling als de gewenste structurele vermindering van het financieringstekort en de monetaire financiering daarvan worden gezien.

Het financieringsbeleid in de praktijk

De monetaire financiering

Uitgaande van de veronderstelde financieringsbehoefte en de aldus vastgestelde monetaire financiering moeten de omvang en de timing van het beroep op de geld- en kapitaalmarkt worden vastgesteld: hiermee begeeft men zich op het terrein van het *leningbeleid*. De monetaire financiering kan op twee manieren worden gerealiseerd: ofwel via (netto) plaatsing van schatkistpapier ofwel via intering op het schatkistsaldo.

De jaren dat intering op het saldo mogelijk was liggen reeds lang achter ons, zodat de monetaire financiering plaatsvindt door netto plaatsing van schatkistpapier. In 1981 is zelfs gebleken dat een schatkistsaldo van 4 mld. als startniveau, een gunstige kapitaalmarktfinanciering en een omvangrijk financieringsarrangement bij de Nederlandsche Bank niet toereikend waren de uitgavenexcedenten binnen het jaar op te vangen; daaruit blijkt dat de huidige omvang van het saldo ontoereikend is om over het jaar heen monetair te financieren.

De financiering op de onderhandse kapitaalmarkt

Bij het kapitaalmarktberoep moet onderscheid worden gemaakt tussen het *openbare* en *onderhandse beroep*. De afdracht van onderhandse middelen die de Staat contracteert via de zogenoemde Voorinschrijfrekening bij het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds vindt gespreid over het jaar plaats.

De omvang is afhankelijk van de premieafdrachten van de overheid. Bij het onderhandse beroep door de Agent van Financiën spelen de marktomstandigheden een belangrijke rol. Het beleid is erop gericht tegen marktconforme leningvoorwaarden zoveel mogelijk geld aan te trekken. Dit betekent dat bij voorbeeld in een marktsituatie waarbij de tarieven de neiging hebben (sterk) op te lopen de Staat zich in de regel terughoudend opstelt. De ervaring leert dat anders het gevaar dreigt dat de rente wordt opgedreven zonder dat daar een grote opbrengst tegenover staat. Ook in perioden dat de Staat op een openbare markt verschijnt, dat wil zeggen na aankondiging van een nieuwe staatslening, stelt de Agent zich veelal terughoudend op.

De financiering op de openbare kapitaalmarkt

Voor de aanvang van het jaar worden met de Nederlandsche Bank afspraken gemaakt over het aantal te plaatsen staatsleningen alsmede de data van bekendmaking. Dit geschiedt in het kader van het zogenoemde calendrierbeleid waarbij de Nederlandsche Bank, ten einde een samentreffen van emissies te voorkomen, de emissies in de tijd rangschikt: de Staat heeft hierbij prioriteit.

De huidige leenfrequentie van de Staat (ca. eens per 5 à 6 weken) is zo hoog geworden dat andere emittenten daarvoor ruimte moeten maken. Technisch gezien (voorbereidingen, drukken, prospectus etc.) lijkt de maximumfrequentie bereikt. De Staat heeft op de openbare markt slechts de keuze leningen te doen vervallen: het inlassen van extra staatsleningen is praktisch onmodelijk zonder andere emittenten «van de kalender te drukken». Dit betekent tevens dat de Staat slechts zijn beurt kan laten passeren als hij in zijn financieringsbehoefte is voorzien of als voorzienbaar is dat dit bij de eerstkomende leningen zal gebeuren.

Enkele reacties op gestelde vragen

Het monetaire en financieringsbeleid in het buitenland

Het monetaire en financieringsbeleid in het buitenland – de heer Simons heeft, geïnspireerd door prof. Gans, gevraagd naar dat in de Verenigde Staten en West-Duitsland – verschilt sterk in de uitwerking van dat van Nederland.

De hoofdlijnen in die landen verschillen echter niet van die in Nederland, namelijk dat het financieringstekort zodanig moet zijn dat van de financiering geen nadelige invloed uitgaat op de beheersbaarheid van de monetaire ontwikkeling. *Het monetaire beleid in die landen, beide relatief gesloten economieën, geschiedt door vaststelling van een totale toegestane geldgroei voor een bepaald jaar.* Omdat men in deze landen verschillende en soms ook meerdere monetaire aggregaten gebruikt is niet eenvoudig vast te stellen of, en in welke mate, het ene land een ruimer monetair beleid voert dan het andere. In de Verenigde Staten noch West-Duitsland worden afspraken gemaakt over de creatie door de overheid dan wel door de particuliere sector: beide sectoren beconcurreren elkaar. Dit kan evenwel niet los worden gezien van verschillen in financieringsgewoonten en verschillen in definities. Zo rekent men in West-Duitsland plaatsing van lange overheidsschuld bij het bankwezen tot de creatie door de overheid. Een deel van de leningen wordt daar bij de Bundesbank geplaatst die dit gebruikt voor marktregulering (te vergelijken met gelden die de Agent beschikbaar heeft voor interventies).

De Amerikaanse centrale overheid financiert zich grotendeels met betrekkelijk kortlopend papier: dit leidt echter tot grote renteschommelingen, over de gevolgen waarvan andere landen zich vaak beklagen. Het voorgaande illustreert dat de vormgeving van het monetaire beleid tussen landen nogal sterk kan verschillen evenals de inbedding van de overheid daarin. De indruk is wel gevestigd dat Nederland in vergelijking tot andere landen een krap monetair beleid zou voeren.

Wanneer evenwel de liquiditeitenmassa (M2) als de relevante monetaire grootte voor de verschillende landen als uitgangspunt wordt genomen, dan blijkt dit niet.

De groei van de liquiditeitenmassa bedroeg over de meest recente 12 maands periode (oktober 1980–september 1981) in Nederland en Duitsland bijna 7%, die in België¹ en de Verenigde Staten ca. 8¹/₄%, in Denemarken² en Japan ruim 10%, terwijl die in Engeland en Italië¹ in de buurt van de 20 % lag. Vergelijken we deze cijfers met die van 1980 dan blijkt dat de groei van de liquiditeitenmassa in Nederland met 3%-punt is toegenomen, in Duitsland met 0,7%-punt, en in de VS is afgenomen met ca. 1³/₄%. Met name ook wanneer we deze cijfers zien in het licht van de inflatieontwikkeling en de reële economische groei kan niet worden gezegd dat in Nederland een (relatief) krap beleid wordt gevoerd.

In de meeste landen bestaan, veelal in wetten vastgelegde, afspraken over de relatie tussen de Bank en de Staat wat betreft de financiering van de staatstekorten. Daarbij zijn waarborgen aangebracht die ervoor moeten zorgdragen dat regeringen geen lichtvaardig beroep doen op de financieringsfaciliteiten die iedere centrale bank nu eenmaal kan bieden.

¹ Juli 1980–juni 1981.

² November 1980–oktober 1981.

Dat in het ene land de Staat iets goedkoper van de centrale bank kan lenen, een iets ruimere kredietfaciliteit of een iets andere winstdelingsregeling kent dan het andere land, is niet essentieel. De winstdelingsregeling tussen de Staat en de Nederlandsche Bank is zeker niet ongunstiger voor de Staat dan de Duitse, de financieringsfaciliteiten bij DNB, bedoeld om (seizoenmatige) schommelingen in het schatkistsaldo op te vangen, zijn in de regel voldoende. De in de Bankwet verankerde gedachte dat de centrale bank geen blanco krediet aan de Staat mag verstrekken geeft in de kern weer dat dit nimmer de weg kan zijn waarlangs oplossingen voor de financieringsproblemen en de geldzorgen van de overheid moeten worden gezocht.

De 12³/₄% staatslening 1981

Met name ook naar aanleiding van de 12³/₄% staatslening 1981 is gevraagd naar de criteria bij de toewijzing. De voorwaarden voor staatsleningen worden in eerste instantie afgestemd op de gewenste opbrengst. Daarbij moet de Staat, naarmate de financieringsnood hoger is, zijn tarieven aan de veilige kant vaststellen. Dit behoeft geenszins te betekenen dat de Staat *daardoor* duur leent. Door de gehanteerde tendertechniek, waarbij de Staat de koers vaststelt, blijkt het effectieve rendement veelal fors beneden de couponrente uit te komen. Ook in dit opzicht was de 12³/₄% lening een succes: het effectieve rendement lag slechts een fractie boven leningen met een soortgelijke looptijd.

Uit hetgeen hierboven is opgemerkt kan tevens worden afgeleid dat het onjuist zou zijn geweest het leningbedrag substantieel lager vast te stellen. Daardoor zou de Staat een elfde staatslening 1981 hebben moeten uitschrijven met alle bezwaren vandien. De «markt» kent immers ongeveer de financieringsbehoefte. Uitstel van kapitaalmarktberoep zou de onzekerheid over de financiering slechts hebben vergroot en daarmee de nu wel tot stand gekomen rentedaling, ook ten opzichte van het buitenland, in de weg hebben gestaan. Net als dat bij het monetaire beleid het geval is, moet de Staat bij zijn financieringsbeleid zich, gegeven de ontwikkeling van het financieringstekort, richten op de meer trendmatige ontwikkelingen en zich niet tot incidentenbeleid laten verleiden. Met name op markten waar vertrouwen een niet onbelangrijke rol speelt biedt een bestendig beleid het beste perspectief op gunstiger financiële ontwikkelingen.

«Tijdelijk» monetair financieren

De vraag is gesteld of in tijden van zeer hoge rente de Staat niet beter kan afzien van een staatslening en het tijdelijk middelentekort kan opvangen door extra plaatsing van kortlopend schatkistpapier. Uit wat hiervoor is opgemerkt kan worden afgeleid, dat de Staat dan op de kapitaalmarkt in een afhankelijke positie komt te verkeren en zich zelfs geen kleine mislukking kan permitteren, terwijl de Staat op de geldmarkt gedwongen zou zijn tegen onzekere looptijden te lenen met alle nadelige gevolgen vandien voor de geldmarkt. Bovendien kan men over het eventuele succes van een staatslening (én de effectieve rente) op het moment van aankondiging weinig zekere uitspraken doen. Enige zekerheid verkrijgt men pas in de periode tussen aankondiging en inschrijving, soms pas op de dag van inschrijving. Intrekking van een staatslening is een mogelijkheid waarvan men, vanwege de financieringsbehoefte, de kosten (prospectus, advertentie etc.) alsmede het negatieve effect dat daarvan ongetwijfeld uitgaat op de rente, niet gauw gebruik moet maken.

De Minister van Financiën,
A. P. J. M. M. van der Stee