

Verantwoordelijke uitgever : Professor Louis Baeck,
Pro-dekaan van de Faculteit der Economische
en Toegepaste Economische Wetenschappen

De "Leuvense Economische Standpunten" worden opgevat als een vrije wetenschappelijke tribune waarin de stafleden van het Departement Economie en van haar onderzoekseenheid, het Centrum voor Economische Studiën, opiniërende studies en essays publiceren. De opzet bestaat erin om op bevattelijke wijze een reeks van inzichtsverhelderende en beleidsoriënterende economische standpunten te brengen. Onze beweeglijke wereld heeft hieraan wel behoefte.

Dergelijke reeks zal uiteraard verschillende opinies en denkstromingen brengen.

Leuvense Economische Standpunten zullen alleen de visie van de auteur vertolken. Zij kunnen dus niet doorgaan als de visie van een instelling.

Adres voor bestellingen :
Centrum voor Economische Studiën
Van Evenstraat 2B
B — 3000 LEUVEN

Prijs per aflevering : 100 F.
Postcheque : 000-0544830-78

Telefoon : 016 / 28.31.02 — 28.31.11

K.U.Leuven
Centrum voor Economische Studiën
E. Van Eyenstraat 2b • B-3000 LEUVEN
Tel. (016) 28.31.02 - 28.31.11
Fax (016) 28.33.61
BTW BE 419.452.173

KATHOLIEKE UNIVERSITEIT TE LEUVEN

DEPARTEMENT ECONOMIE

LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN

1992/65

WAT DOET DE NATIONALE BANK MET ONS GELD ?

Paul DE GRAUWE

september 1992

Ik ben Louis Baeck en Dirk Heremans dankbaar voor hun commentaar.

D/1992/2020/16

1. Inleiding

De Nationale Bank (NBB) is het monetair en financieel geweten van België. Ze formuleert adviezen aan banken, ondernemingen en overheid, en spoort deze regelmatig aan tot meer doelmatigheid in hun beheer. Het kan interessant zijn de rollen eens om te keren, en de vraag te stellen of de NBB de middelen waarover ze beschikt op een doelmatige manier gebruikt.

2. De geldschepping als bron van inkomst voor de staat.

Om op de voorgaande vraag een antwoord te kunnen geven is het belangrijk eerst een aantal fundamentele aspecten van de werking van de NBB in herinnering te brengen. Deze hebben te maken met het feit dat de Nationale Bank het monopolierecht heeft van de emissie van bankbiljetten in België.

Dit monopolierecht van de biljettenemissie is een belangrijke bron van inkomsten. Het kan als volgt beschreven worden. Wanneer de NBB een bankbiljet van 1000 F uitgeeft verwerft ze een financieel actief (bij voorbeeld, deviezen of schatkistpapier) waarop ze interest verdient. De Nationale Bank hoeft de houder van het briefje van 1000 F echter niet te vergoeden. In zekere zin kan dus gesteld worden dat de bankbiljetten die de NBB uitgeeft gratis werkmiddelen zijn¹. Hiertegenover staan activa die de Bank verwerft bij de uitgifte van deze biljetten en die wel inkomen genereren. Deze inkomsten die voortvloeien uit de geldemissie noemt men ook soms de "seigniorage". Het woord vindt zijn oorsprong in de "droit du seigneur" die het recht gaf aan de prins (koning, keizer) om munten te slaan en de opbrengst hiervan voor zichzelf te behouden.

1. Er is natuurlijk de kost van het drukken van bankbiljetten die we hier buiten beschouwing laten.

Deze inkomsten uit geldcreatie (seigniorage) worden aan de Schatkist afgedragen na aftrek van de kosten die de Nationale Bank draagt bij het uitoefenen van haar taak van emissiebank.

Hoe groot is de opbrengst (de seigniorage) die de Nationale Bank realiseert? Het antwoord vinden we in de resultatenrekening van de Nationale Bank. We geven deze weer in tabel 1 voor de jaren 1990 en 1991. In 1991 realiseerde de NBB een opbrengst van 37 miljard F uit beleggingen. Zoals eerder gesteld, vloeien deze opbrengsten voort uit het feit dat de Nationale Bank, dank zij haar monopolierecht van biljettenemissie, in het verleden een portefeuille aan financiële activa heeft opgebouwd en hierop nu een inkomen verwerft. De seigniorage bedroeg dus 37 miljard F in 1991. (Te noteren valt dat deze opbrengsten de koerswinsten en -verliezen op de voorraad goud en deviezen *niet* bevatten. Deze koerswinsten en -verliezen worden door de NBB niet als zodanig in de boekhouding weergegeven. We komen op dit probleem nog terug).

De resultatenrekening van de NBB leert ons ook wat met deze opbrengsten gebeurt. We tonen het detail in tabel 2. We zien dat in 1991 23,5 miljard rechtstreeks aan de Staat werd afgedragen, en 0,63 miljard in de vorm van dividenduitkeringen. Verder betaalde de NBB 2,3 miljard aan belastingen en heffingen. In het totaal ging dus 26,4 miljard F naar de staat. De rest m.n. 13,1 miljard F werd door de NBB gebruikt om algemene onkosten te dekken, inclusief personeelskosten, om afschrijvingen en reserveringen te verrichten en om dividenden uit te keren aan particuliere aandeelhouders.

Uit het voorgaande kan besloten worden dat het deel van de seigniorage dat in 1991 aan de staat werd afgedragen 26,4 miljard F bedroeg, of 71 percent van de totale seigniorage². Dit kan veel lijken. Maar is het dit wel? In de volgende sectie gaan we op deze vraag in.

2. In het berekenen van het deel van de seigniorage dat naar de Schatkist gaat hebben we ook de belastingen en de heffingen die de NBB betaalt aan de Schatkist toegevoegd. Men kan er hier over twisten of deze post eigenlijk thuishoort bij het deel van de seigniorage dat bestemd is voor de Schatkist. Waarschijnlijk overschatten we

Tabel 1 : Opbrengsten van de NBB (miljard F)		
	1990	1991
Opbrengst uit beleggingen	34,5	37,0
Overige	2,2	2,5
Bron : NBB, Verslag 1991, blz. 182 Noot : Onder de hoofding overige hebben we deze opbrengsten gerangschikt die de Nationale Bank realiseert uit hoofde van dienstverlening die niet direct in verband staan met geldschepping.		

Tabel 2 : Aanwending van de opbrengsten van de NBB (miljard F)		
	1990	1991
<u>Afdracht aan de Staat</u>		
- rechtstreeks	21,5	23,5
- aandeel in nettowinst	0,61	0,63
- belastingen en heffingen	2,6	2,3
	<u>24,7</u>	<u>26,4</u>
<u>Overige aanwending</u>		
Algemene onkosten	7,4	7,9
waaronder personeelskosten	(6,3)	(6,6)
Afschrijvingen, reserveringen	4,1	4,5
Aandeel in winst overige aandeelhouders	0,61	0,63
	<u>12,1</u>	<u>13,1</u>
Bron : NBB, Verslag 1991, blz. 182.		

dit deel enigszins omdat een aantal belastingen en heffingen tot stand komen naar aanleiding van activiteiten andere dan financiële beleggingen.

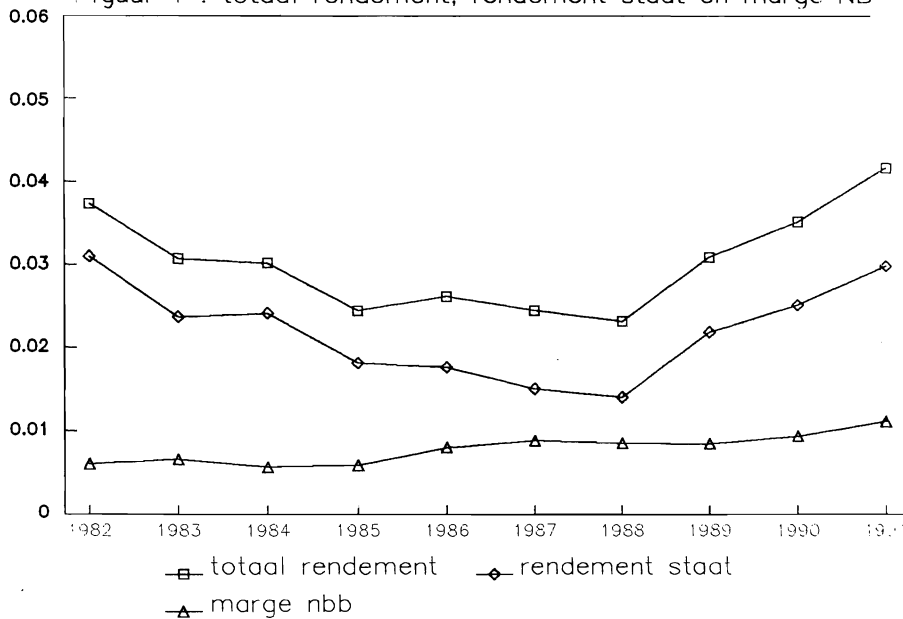
3. De financiële opbrengsten van de NBB in perspectief

Om een inzicht te krijgen in het belang van de financiële opbrengsten kunnen deze laatste gerelateerd worden tot de omvang van de portefeuille aan financiële activa waarover de NBB beschikt. Op 31 december 1990 bedroeg deze portefeuille 892 miljard F³. Dit betekent dat de totale opbrengsten uit beleggingen (in 1991) 4,1 percent bedroegen van de portefeuille van de NBB. Het deel dat aan de schatkist afgedragen werd bedroeg 3 percent. Dit kan ook als volgt geïnterpreteerd worden. In 1991 beheerde de NBB een portefeuille van 892 miljard F die het resultaat is van haar rol van emissiebank. Het rendement dat ze hierop realiseerde bedroeg 4,1 percent, waarvan ze 3 percent doorspeelde aan de schatkist. Nog anders uitgedrukt, de financiële activa die de NBB beheert, hadden voor de Schatkist een rendement van 3 percent in 1991.

In figuur 1 tonen we de evolutie van deze grootheden gedurende de jaren tachtig. We observeren dat de financiële opbrengsten van de NBB fluktueerden tussen 2,5 en 4 percent van haar portefeuille. Het deel dat aan de Schatkist werd afgedragen schommelde tussen 2 en 3 percent, en was bijzonder laag tussen 1985 en 1988 toen het minder dan 2% bedroeg. Opvallend is ook dat het deel van de financiële opbrengsten dat in de NBB blijft, stijgt sinds het begin van de jaren tachtig. Terwijl dit deel in 1982 0,6% bedroeg van de portefeuille van de NBB, was dit in 1991 opgeklommen tot 1,1% of bijna een verdubbeling. We komen op dit probleem nog terug. Verder merken we ook op dat de bewegingen in deze rendementcijfers de fluctuaties in het rentepeil volgen. Zo was de rentevoet op overheidsobligaties in 1982 meer dan 11 percent, daalde deze tot in 1988 waarna ze opnieuw toenam.

3. Deze portefeuille bestaat uit de netto goud en deviezenreserves van de Bank (zie Tijdschrift van de NBB, tabel XII, 5b) plus de binnenlandse activa (exclusief de gebouwen, materieel en meubelen, de tegoeden bij het Bestuur der Postchecks, de overige activa en overlopende rekeningen).

Figuur 1 : totaal rendement, rendement staat en marge NB

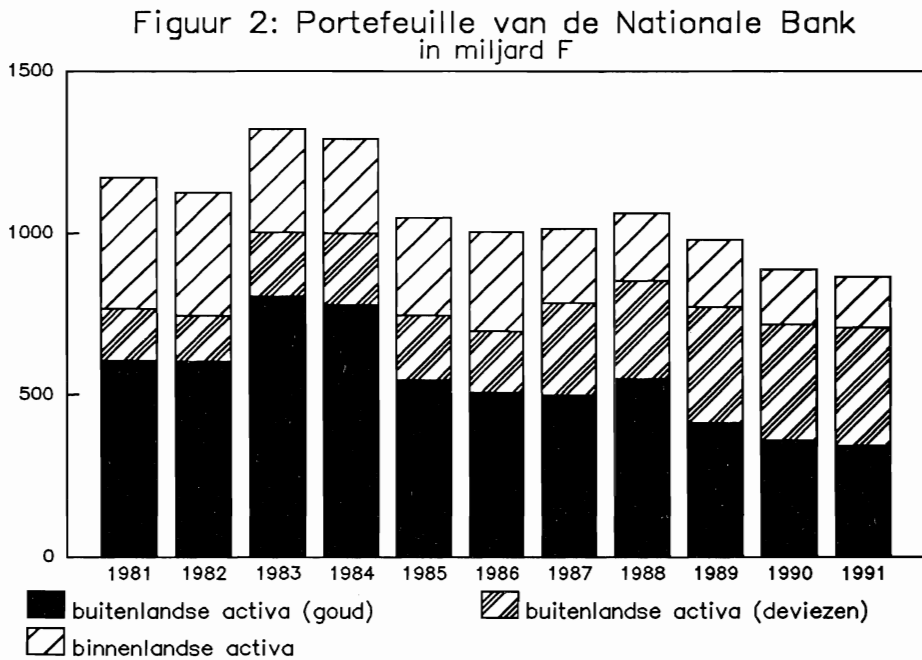


Noot: marge nbb is het verschil tussen het totaal rendement en het rendement van de staat (winstafdracht). Deze rendementcijfers zijn uitgedrukt als percent van de totale portefeuille van de NBB.

Zoals eerder aangeduid, bevatten deze rendement-cijfers de koerswinsten en -verliezen op de portefeuille van de Bank niet. Deze zijn substantieel geweest gedurende de jaren tachtig. Door de daling van de goudprijs is de marktwaarde van het goud bij de Nationale Bank sinds 1981 met bijna 40 percent gedaald⁴. Dit heeft o.a. tot gevolg gehad dat de marktwaarde van de portefeuille van de NBB sinds 1981 is gedaald met ongeveer 25 percent. Dit is gebeurd ondanks het feit dat gedurende dezelfde periode België een cumulatief betalingsbalansoverschot heeft gekend, hetgeen het mogelijk

4. Er zijn ook koerswinsten en -verliezen op vreemde deviezen. Tot 1985 waren er vooral koerswinsten, sinds die datum vooral koersverliezen. Over de hele periode beschouwd zijn deze koerswinsten en -verliezen relatief klein geweest in vergelijking met het koersverlies op het goud.

heeft gemaakt dat de NBB deviezen kon accumuleren. In figuur 2 tonen we de evolutie van de totale portefeuille van de NBB en van zijn samenstelling sinds 1981. (Noteer dat bij het berekenen van de portefeuille van de NBB de marktwaarde van het goud werd aangewend en niet de boekwaarde ervan. Vóór 1990 boekte de NBB het goud aan een koers die niets te maken had met de marktwaarde).



Bron: NBB, Jaarverslagen; en IMF, International Financial Statistics.

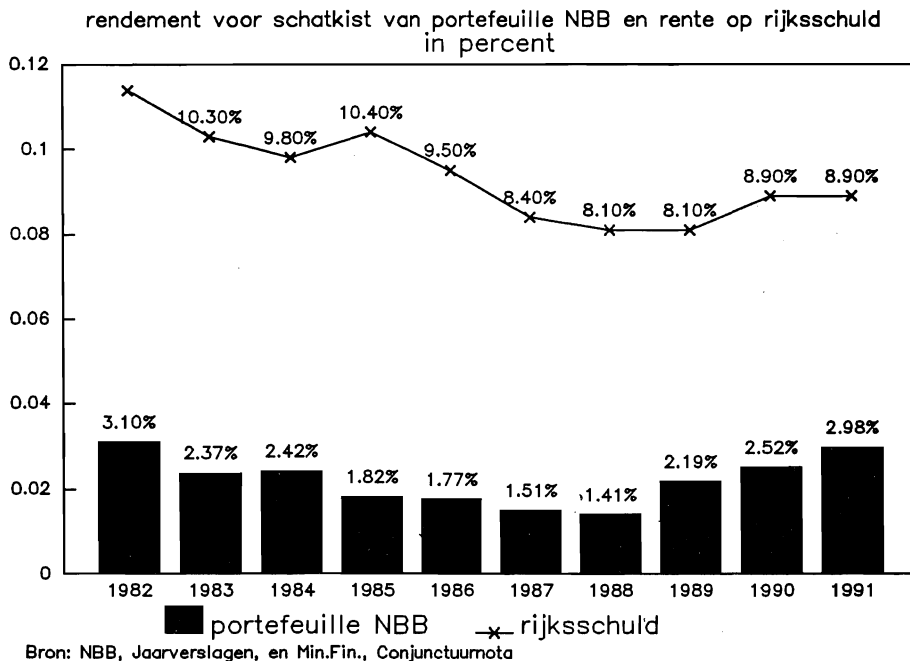
Noot: De buitenlandse activa bevatten goud (tegen marktprijs), de nettodeviezenpositie (inclusief IMF, STR, ECU). De binnenlandse activa zijn exclusief de gebouwen, materieel en meubelen, de tegoeden bij het bestuur der Postchecks, de overige activa en de overlopende rekeningen.

Het spreekt vanzelf dat indien we de rendementcijfers zouden corrigeren voor deze koersverliezen deze nog kleiner zouden zijn dan de 3 à 4 percent die gedurende de laatste tien jaren werden gerealiseerd.

Uit het voorgaande blijkt dat de inkomsten uit de geldcreatie toch niet bijster hoog zijn. In het bijzonder valt de lage opbrengst op voor de Schatkist. Dit laag rendement is nog meer evident wanneer we het vergelijken met de rente die de Schatkist (gemiddeld) betaalt op de uitstaande rijksschuld en die in 1991 8,9 % bedroeg. In figuur 3 tonen we beide variabelen gedurende het laatste decennium. We merken op dat het verschil 6 à 8 percent bedraagt. Dit betekent dat de Schatkist gedurende de laatste 10 jaar 6 à 8 percent meer moest betalen op haar eigen schuld dan wat ze krijgt van de NBB uit hoofde van beleggingen die deze laatste verricht. Dit kan niet anders dan een bijzonder pover resultaat genoemd worden. In sectie 6 gaan we in op de vraag hoe dit bijzonder ongunstig resultaat voor de Schatkist kan rechtgetrokken worden.

Een andere manier om het zeer ongunstig resultaat voor de Schatkist te illustreren is als volgt. Men kan zich de vraag stellen wat de opbrengst zou geweest zijn indien de NBB eenzelfde rendement had gerealiseerd op haar portefeuille als het rendement op de rijksschuld. In 1991 zou dit een opbrengst van 79 miljard gegeven hebben (i.p.v. de 37 miljard die in feite werd gerealiseerd). We trekken van dit bedrag de 13 miljard af die de NBB nodig had om al haar kosten te dekken en reserveringen te doen, zodat er een potentiële winst overblijft voor de Schatkist van 65 miljard F. Dit moet vergeleken worden met de 26 miljard F die in feite werd afgedragen. Het verschil tussen de potentiële winst en de feitelijke winstafdracht (39 miljard F) kan geïnterpreteerd worden als het jaarlijkse inkomensverlies dat de Schatkist lijdt uit het feit dat de Nationale Bank een bijzonder laag rendement realiseert en afdraagt.

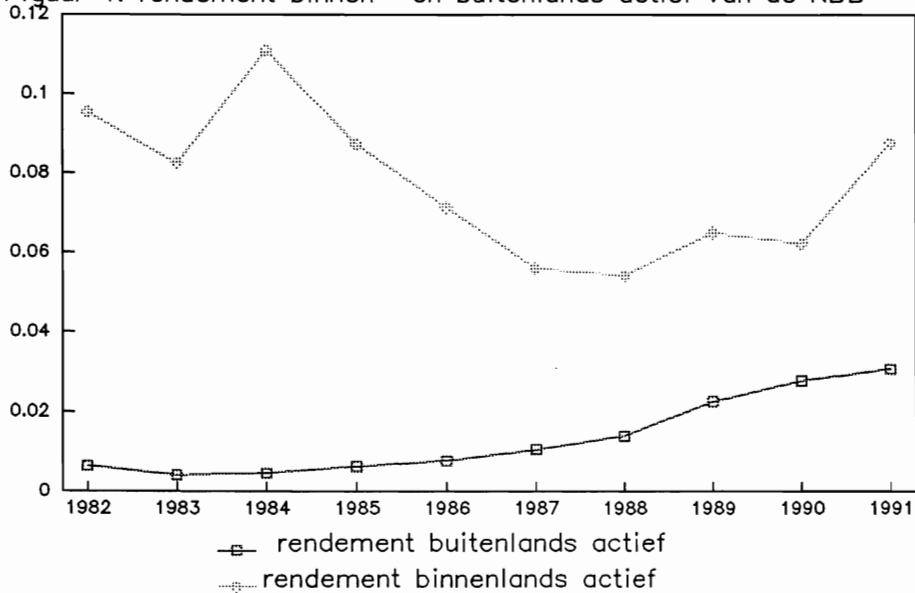
Figuur 3:



4. De oorzaken van het laag rendement

Er zijn verschillende factoren die de lage winstafracht aan de Schatkist door de NBB verklaren. De belangrijkste oorzaak heeft te maken met de bijzonder lage rendementen die de NBB realiseert op haar buitenlandse activa. In figuur 4 tonen we de jaarlijkse rendementen op de binnen- en de buitenlandse activa aangehouden door de NBB. Hieruit blijkt hoe laag het rendement op de buitenlandse portefeuille van de NBB wel is gedurende de laatste 10 jaar. (Merk echter op dat sinds enkele jaren een merkelijke verbetering in het buitenlandse rendement geobserveerd wordt).

Figuur 4: rendement binnen- en buitenlands actief van de NBB



Bron: NBB, Jaarverslagen
 Noot: zie figuur 2

Het laag rendement op de buitenlandse activa van de NBB is voor een groot deel toe te schrijven aan het feit dat de component goud nog altijd heel belangrijk is (ongeveer 40 % van de buitenlandse portefeuille na de laatste goudverkoop; voordien ongeveer 46%). De grote concentratie aan goud in de portefeuille van de NBB is echter niet de enige reden. Ook het rendement op beleggingen in deviezen is relatief laag. Deze bedroeg in 1991 6,2 procent. Gedurende hetzelfde jaar betaalde de Belgische staat gemiddeld 7,9 % interest op haar schuld in deviezen.

Het relatief laag rendement op de buitenlandse deviezen aangehouden door de NBB zou te wijten kunnen zijn aan de interventieverplichtingen van de NBB in wisselmarkten. Deze maken het noodzakelijk dat de Bank een relatief liquide portefeuille aanhoudt. Deze verklaring is echter onbevredigend. Immers de rente op de US Treasury bills (een heel liquid actief) bedroeg

gemiddeld 8,2 % in de periode 1981-91. Gedurende dezelfde periode realiseerde de NBB nauwelijks een gemiddelde van 4% op haar deviezenpositie.

Het laag rendement voor de Schatkist van de financiële activa van de NBB heeft ook te maken met het feit dat een significant deel van de financiële opbrengsten van de NBB niet wordt uitgekeerd aan de Schatkist.

De winstafdracht aan de Schatkist wordt geregeld door een overeenkomst tussen de NBB en de Staat. Deze overeenkomst voorziet dat de interestopbrengsten boven 3% aan de Staat toekomen. De overeenkomst is echter complex omdat een deel van de financiële activa, m.n. deze die zijn verworven door goudverkopen, niet onder de 3% regel vallen.

Al bij al kan gesteld worden dat deze 3% regel vrijgevig lijkt voor de NBB. Alvorens hierover echter een definitief oordeel te vellen moet toch benadrukt worden dat de jaarlijkse winstafdracht aan de Schatkist beperkt wordt door de vereisten van het monetair beleid. Immers bij elke winstafdracht aan de Schatkist wordt in feite geld gecreëerd. Om dit duidelijk te maken is het goed uit te gaan van een voorbeeld. Laten we aannemen dat de NBB op het einde van 1992 een portefeuille van 900 miljard F zal hebben, en dat ze door een beter portefeuillebeheer een rendement van 8 percent zal realiseren. De Bank mag dan 3% behouden, en moet 5%, of 45 miljard F, doorspelen aan de Schatkist. Dit betekent echter dat de NBB een deposito van 45 miljard F creëert die door de Schatkist gebruikt wordt om betalingen te verrichten. De geldbasis stijgt dus met 45 miljard F⁵. Op een totale geldbasis van 439 miljard F betekent dit dus een stijging van meer dan 10%⁶.

5. De geldbasis wordt gedefinieerd als de som van de biljetten in omloop en de tegoeden van de banken bij de NBB. In België valt de geldbasis bijna volledig samen met de bankbiljetten in omloop. Deze laatste bedroegen 431 miljard F in 1991.

6. In principe kan de NBB deze stijging van de geldbasis neutraliseren door interventies op de geldmarkt. In dit geval moet de NBB ofwel open markt operaties verrichten en overheidsfondsen verkopen, ofwel de voorschotten aan de banken verminderen, waarbij ze effecten afstaat (vooral overheidsfondsen) aan de financiële instellingen. Dit betekent echter dat de omvang van het overheidspapier in handen van financiële instellingen stijgt zodat de rentelast van de Schatkist toeneemt. Wat de Schatkist wint door winstafdracht van de NBB verliest ze weer door grotere rentebetalingen.

Een dergelijke stijging van de geldbasis is echter monetair onhoudbaar. België kent sinds de laatste vijf jaar een inflatieritme van nauwelijks 3 %, met het gevolg dat de vraag naar geldbasis (dat voornamelijk bestaat uit bankbiljetten) ook slechts traag kan stijgen. In feite is het jaarlijks groeiritme van de vraag naar geldbasis (en bankbiljetten) amper 1 à 2 %. Een poging van de NBB om door een winstafdracht aan de Schatkist de geldbasis aan een sneller ritme te doen stijgen zou vlug afgestraft worden. Ze zou leiden tot inflatoire spanningen, die zich snel zouden vertalen in speculatieve spanningen in de wisselmarkt en een verlies aan internationale reserves. Dit laatste zou op zijn beurt het actief van de NBB verminderen, waarbij de opbrengsten van de NBB zouden dalen.

We kunnen besluiten dat de NBB potentieel veel meer rendement zou kunnen realiseren dan ze nu in feite doet. Toch is het ook zo dat indien de NBB dit extra-rendement zou realiseren, de mogelijkheden om dit integraal aan de Schatkist af te dragen beperkt zijn door de vereisten van het geldbeleid dat in het teken staat van een lage inflatie. Alleen indien de NBB die beleids optie van lage inflatie zou laten varen (wat niet gewenst is) zou substantieel meer winst kunnen afgedragen worden aan de Schatkist dan nu het geval is. Toch bestaan er andere mogelijkheden om de winst van de NBB aan de Schatkist af te staan zonder het anti-inflatiebeleid in gevaar te brengen. Deze bespreken we in sectie 6.

5. De intermediatiemarge van de Nationale Bank

In het voorgaande werd geconstateerd dat de NBB een relatief groot deel van de seigniorage niet afstaat aan de Schatkist, en dat dit deel bovendien een neiging heeft om te stijgen. De Nationale Bank zit dus in een comfortabele situatie. Ze beheert een aanzienlijke portefeuille en kan in

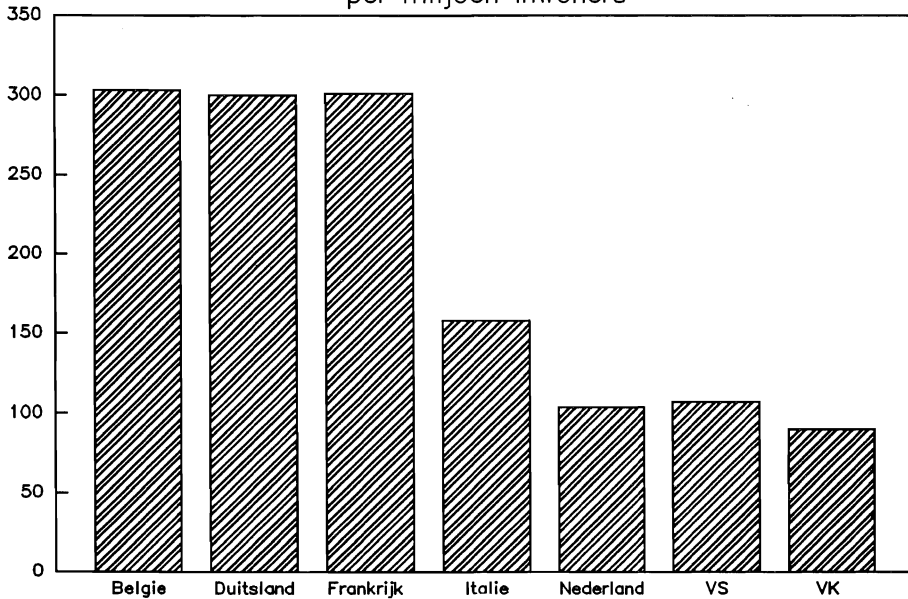
principe de eerste 3% van de interestopbrengsten gegarandeerd voor zich houden⁷. Weinig financiële instellingen genieten van zo een comfort.

Een dergelijke situatie heeft echter een aantal implicaties. Een organisatie zoals de Nationale Bank die een comfortabele bron van inkomsten heeft zal niet geneigd zijn om de kosten al te zeer te drukken. Immers, een te groot entoesiasme in het minimaliseren van de kosten betekent dat deze inkomsten als winst verschijnen op de balans. Deze winst wordt dan afgeroomd door de Schatkist en de aandeelhouders. Om dit te vermijden, en dus de inkomsten ten goede te laten komen aan de instelling zelf en aan diegenen die er werken, bestaan er eenvoudige technieken : meer personeel gebruiken dan echt nodig is en het personeel extra betalen.

Bestaat er evidentie dat een dergelijke strategie wordt gevoerd door de NBB? We vergeleken eerst de omvang van het personeel bij de NBB met deze van een aantal centrale banken van andere Europese landen. Het resultaat wordt weergegeven in figuur 5. Om de personeelsterkte van de centrale banken vergelijkbaar te maken werd ze uitgedrukt per miljoen inwoners. Het blijkt dat de Nationale Bank aan de top staat qua personeelsterkte. Noteer ook de positie van Nederland dat een personeelsterkte heeft die slechts een derde vertegenwoordigt (f.o.v. zijn bevolking) van de Belgische personeelsterkte. Het valt hierbij op te merken dat de Nederlandsche Bank zelfs een aantal prudentiële activiteiten verricht die in België door de Commissie voor Bank en Financien worden waargenomen. Ook maken deze cijfers duidelijk dat er weinig schaafeffekten lijken te bestaan tussen de verschillende landen. Grote landen zoals Frankrijk en Duitsland hebben proportioneel evenveel personeel nodig als het kleine land België, terwijl een klein land zoals Nederland proportioneel niet meer personeel nodig heeft dan de VS om een gelijkaardige monetaire service te verlenen.

7. Zoals eerder gesteld, geldt deze regel niet voor de hele portefeuille. Het deel dat verworven werd door goudverkoop brengt minder op aan de NBB.

Figuur 5: Personeelsterkte van centrale banken (1989)
per miljoen inwoners



Bron: Roland Vaubel, A Public Choice Analysis of the German Bundesbank,
Universität Mannheim, 1992

De empirische evidentie wijst ook uit dat het personeel van de NBB relatief goed betaald wordt. Dit blijkt, bij voorbeeld, uit tabel 3 waar we de gemiddelde personeelkost van de NBB vergelijken met deze in de banksector in België.

Tenslotte vergelijken we ook de algemene onkosten (inclusief personeelskosten) van de NBB met deze van de Nederlandsche Bank en de Bundesbank in tabel 4. We drukken deze kosten uit als een percent van de biljettencirculatie in elk land. Deze statistieken geven een inzicht in het belang van de algemene kosten om een briefje van 100F te produceren. Uit tabel 4 blijkt dat deze kostprijs in België meer dan tweemaal zo hoog is als in Nederland.

Tabel 3 : Personeelskost per werknemer (1989)	
Nationale Bank	1.997.000 F
Banksector	1.874.000 F
<p><u>Bron:</u> NBB, Jaarverslag Belgische Vereniging der Banken, Vademecum</p> <p><u>Noot:</u> De personeelskost per werknemer bij de NBB werd bekomen door de totale personeelskost (6,1 miljard F in 1989) te delen door het aantal personeelsleden (3072 in 1989).</p>	

Tabel 4 : Algemene onkosten van de NBB, de Nederlandsche Bank en de Bundesbank (percent van de bank-biljettenomloop) in 1991	
NBB	1,8%
Nederlandsche Bank	0,8%
Bundesbank	1,6%
<p><u>Bron:</u> NBB, Jaarverslag; van Ewijk en Scholtens, De winstgevendheid van de Nederlandsche Bank, ESB, 1-7-1992</p>	

We kunnen besluiten dat in vergelijking met een aantal andere centrale banken de NBB een relatief inefficiënte organisatie is. Het lijkt er dan ook op dat de NBB haar monetaire opdrachten zou kunnen verrichten met een minder grote dotatie dan ze nu heeft (de 3% regel). Ook dit zou middelen vrij

maken die voor de hele gemeenschap zouden kunnen aangewend worden. Hoe dit kan gebeuren is het onderwerp van de volgende sectie.

6. Naar een beter beheer van de buitenlandse positie van België

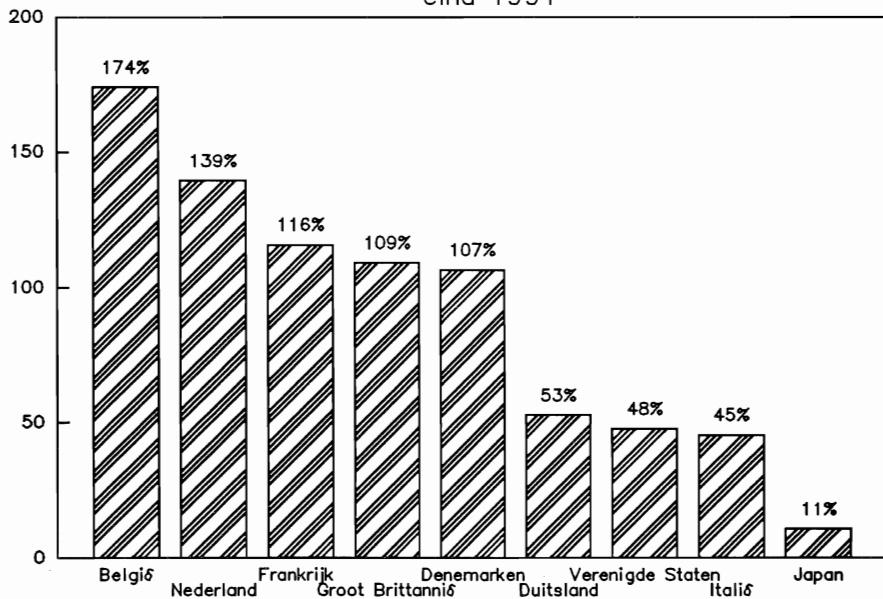
We hebben supra geconstateerd dat de Schatkist potentieel veel meer zou kunnen verdienen uit de geldcreatie dan nu het geval is. Tevens hebben we er echter de nadruk op gelegd dat de mogelijkheden om de winst van de Nationale Bank over te dragen aan de Schatkist beperkt zijn door het geldbeleid dat gericht is op lage inflatie. Hoe kan dit dilemma doorbroken worden? De meest voor de hand liggende oplossing bestaat erin een deel van de activa van de NBB, en meer in het bijzonder een deel van de buitenlandse activa van de NBB, te mobiliseren om de buitenlandse schuld van de Staat af te lossen. Dit betekent praktisch dat de NBB buitenlandse activa verkoopt (inclusief goud) en met de opbrengst de buitenlandse schuld aflost⁸. Zoals eerder werd betoogd realiseert de NBB een bijzonder laag rendement op deze buitenlandse activa (amper 3% in 1991), terwijl de Staat ongeveer 8% betaalde op haar buitenlandse schuld in 1991. Elk miljard F dat op die manier door de NBB wordt gemobiliseerd betekent een winst voor de Schatkist van (gemiddeld) 50 miljoen F.

Hoever kan een dergelijke operatie gaan? Om hierop een antwoord te geven vergelijken we twee dekkingscoëfficiënten van de NBB met deze van een aantal andere industriële landen. In figuur 6 presenteren we de coëfficiënten die de mate weergeven waarin de biljettenomloop gedekt is door internationale reserves (goud, deviezen, positie bij het IMF). Het is opvallend te constateren dat de biljettenomloop in België voor 174% gedekt is door internationale reserves. België neemt hiermee een positie in aan de

8. Het is natuurlijk ook mogelijk dat de NBB met de opbrengst van de verkopen van haar buitenlandse activa de schuldtitels in vreemde deviezen, uitgegeven door de Belgische Schatkist, opkoopt en in portefeuille houdt. Het nadeel van deze techniek is dat de NBB op de intresten 3% kan inhouden zodat de Schatkist in deze formule nog altijd netto 3% intrest zal moeten betalen op haar buitenlandse schuld. Indien deze techniek toegepast wordt, moet de 3% regel op deze schuldtitels afgeschaff worden.

top van de industriële landen. Deze hoge dekkingscoëfficiënt heeft o.a. te maken met de grote openheid van de Belgische economie die het noodzakelijk maakt over een grote hoeveelheid internationale reserves te beschikken. Dit blijkt ook uit figuur 7 die de importdekkingscoëfficiënt weergeeft. Deze meet de mate waarin de import "gedekt" is door internationale reserves. Uit de internationale vergelijking van figuur 7 blijkt het dat België hier niet bijzonder hoog scoort.

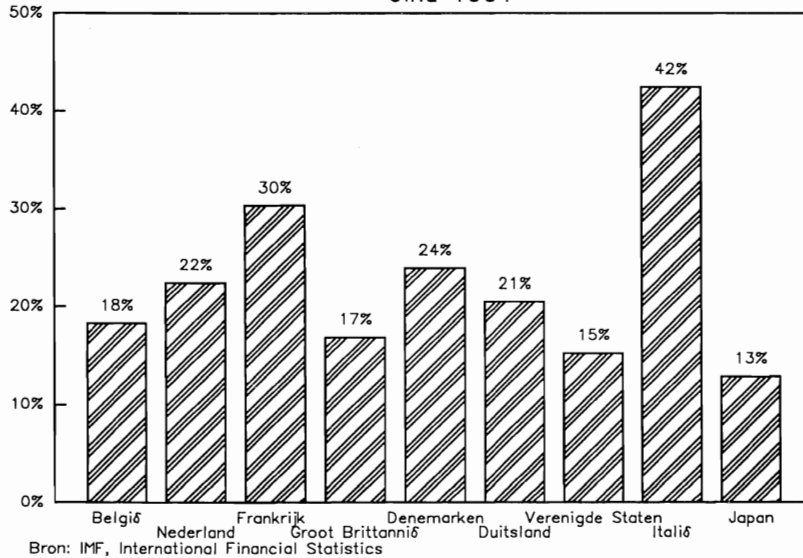
Figuur 6 : Dekkingscoëfficiënt (buitenlandse reserves/basisgeld)
eind 1991



Bron: IMF, International Financial Statistics.

Noot: De cijfers van het IMF tonen een hogere dekkingscoëfficiënt voor België dan deze die bekomen wordt op basis van de gegevens van de NBB. Nemen we deze laatste als basis dan verkrijgen we een coëfficiënt van 164%. Het verschil heeft te maken met het feit dat de IMF-gegevens gebaseerd zijn op de bruto internationale reservepositie, deze van de NBB op de netto-positie.

Figuur 7 : Verhouding internationale reserves – import
eind 1991



Het voorgaande wijst erop dat België vandaag niet ver kan gaan in het mobiliseren van haar internationale reserves om de buitenlandse rijksschuld af te lossen. De situatie zal echter grondig veranderen indien de monetaire unie in Europa doorgang vindt. In dat geval zal de noodzaak voor de NBB om een grote hoeveelheid internationale reserves aan te houden verminderen. Immers het bestaan van een eenheidsmunt doet de noodzaak tot intra-EMS interventies in de wisselmarkten verdwijnen. De internationale reserves zullen alleen nog nodig zijn om interventies in externe wisselmarkten (vooral dollarmarkten) mogelijk te maken. De NBB zal hiervoor waarschijnlijk een deel van haar reserves moeten afstaan aan de Europese Centrale Bank. Een ander deel zal echter kunnen aangewend worden om de buitenlandse rijksschuld af te lossen.

Op dat ogenblik zou de NBB, bij voorbeeld, 200 miljard van haar internationale reserves kunnen aanwenden om de buitenlandse schuld van de staat af te lossen. Een dergelijke operatie zou tot een jaarlijkse winst voor

de Schatkist leiden van 10 miljard F, een niet te versmaden bedrag. Bovendien zou deze winst voor de Schatkist niet gepaard gaan met inleveringen en andere pijnlijke maatregelen voor de burger. Het zou het resultaat zijn van een beter beheer van de netto-buitenlandse positie van de overheid (Staat+Nationale Bank).

Besluit

In deze studie werd de werking van de Nationale Bank kritisch onderzocht. Onze bevindingen zijn de volgende. Ten eerste realiseert de NBB een verrassend laag rendement op haar portefeuille. Op een totale portefeuille van bijna 900 miljard F realiseerde de NBB in 1991 amper 4%. Gelijkaardige lage rendementscijfers worden geobserveerd gedurende het hele voorbije decennium. In deze rendement-cijfers zijn bovendien de belangrijke koersverliezen op het goud niet inbegrepen. Indien deze wel zouden ingecalculeerd worden, zou blijken dat de NBB gedurende de jaren tachtig meermaals een verlies heeft geleden.

Ten tweede wordt een belangrijk deel van de opbrengst die de NBB realiseert op haar portefeuille intern opgebruikt. Een internationale vergelijking laat uitschijnen dat de NBB relatief veel personeel heeft. Een en ander heeft tot gevolg dat de kosten van de geldemissie in België hoog zijn, en meer dan het dubbele van Nederland.

Ten derde, (en dit volgt uit het voorgaande) haalt de Schatkist relatief weinig rendement uit de portefeuille die door de NBB wordt beheerd. Terwijl de Schatkist in de markt nu ongeveer 9 percent betaalt op haar schuld, haalt ze amper 3 percent rendement op het actief van de NBB.

Het is evident dat er mogelijkheden bestaan om deze bijzonder ongunstige situatie voor de Schatkist (en dus voor de belastingbetaler) te verbeteren. Een mogelijkheid bestaat erin de gunstige 3%-regel waarvan de NBB geniet te verlagen. Een andere mogelijkheid is dat een vaste vergoeding voor de NBB

van, bij voorbeeld, 1% wordt voorzien gecombineerd met een variabel deel dat afhangt van de resultaten van de NBB. Op die manier wordt aan de NBB een grotere prikkel gegeven om het rendement van haar portefeuille te verhogen. Vandaag heeft ze een dergelijke prikkel niet omdat haar inkomsten nauwelijks gevoelig zijn voor veranderingen in de rendementen die ze realiseert op haar portefeuille.

Een tweede hervorming wordt mogelijk indien de monetaire unie in Europa werkelijkheid wordt. Op dat ogenblik kan een deel van het buitenlands actief van de NBB worden aangesproken om de buitenlandse rijksschuld af te lossen. Op die manier zou de Schatkist kunnen genieten van een vermindering van de rentelast.

LEUVENSE ECONOMISCHE STANDPUNTEN

- 1976 — 1. Louis BAECK, De inflatoire groeimachine. (uitgeput)
2. Paul DE GRAUWE, Theo PEETERS, De recente inflatie : een structureel of een monetair probleem ? (uitgeput)
- 1977 — 3. Karel TAVERNIER, Krachtlijnen voor een Belgisch stabilisatiebeleid. (uitgeput)
4. Paul DE GRAUWE, Korporatisme en werkloosheid, (uitgeput)
5. Paul VAN ROMPUY, Enkele structurele aspecten van de crisis. (uitgeput)
6. Louis BAECK, Naar een nieuwe groeicyclus met een ander groeipatroon.
- 1978 — 7. Louis BAECK, Politiek verantwoordelijk handelen en socio-economisch optimum. (uitgeput)
8. Paul DE GRAUWE, Bureaukratische controle en het economisch systeem.
9. Paul VAN ROMPUY, Guido DE BRUYNE, De regionalisatie economisch bekeken. (uitgeput)
10. Louis BAECK, De nieuwe internationale economische orde en haar kritische tegenhangers. (uitgeput)
11. Theo PEETERS, Economisch federalisme : lessen uit het buitenland.
12. Dirk HEREMANS, Economische autonomie en economische unie, krachtlijnen voor een duurzame oplossing.
- 1979 — 13. Paul DE GRAUWE, Arbeidsduurvermindering en tewerkstelling.
14. Economisch Federalisme. (uitgeput)
Deel I : Financiële middelen en herverdeling, Paul VAN ROMPUY, Albert VERHEIRSTRAETEN, Regionale Herverdelings- en Financieringsstromen.
Theo PEETERS, Financiële middelenvoorziening voor gemeenschappen en gewesten.
15. Economisch Federalisme.
Deel II : Organisatie en bevoegdheden, Dirk HEREMANS, Verkaveling van bevoegdheden en economische unie.
Vic VAN ROMPUY, Economisch stelsel en verdeling van bevoegdheden.
- 1980 — 16. Guy CLEMER, Karel TAVERNIER : Tewerkstelling en inkomensmatiging in België : een onvermijdelijke keuze.
17. Louis BAECK, Lokomotief strategie : met stoom uit de Eurovalutamarkt. (uitgeput)
18. Michel DOMBRECHT, Theo PEETERS, Sanering van de overheidsfinanciën : gevaarlijk of onvermijdelijk ?
- 1981 — 19. Paul DE GRAUWE, Marcia DE WACHTER, Produktie, tewerkstelling en verdeling. Een neo-liberale benadering.

20. Louis BAECK, De jaren tachtig in perspectief. (uitgeput)
21. Paul VAN ROMPUY, Patrick VAN CAYSEELE, Raming van de geregionaliseerde lopende rekening van de overheid in 1979.
- 1981 — 22. Paul DE GRAUWE, Loonkosten, energiekosten en kapitaalkosten. België gedurende 1970-1980. (uitgeput)
23. Frans SPINNEWYN, Een verzekeringstechnische benadering van de werkloosheidsverzekering.
- 1982 — 24. Louis BAECK, Herstelbeleid, vroeger en nu.
25. Paul DE GRAUWE, Marc JANSSENS, Aanbodeconomische effecten van de belastingdruk in België.
- 1983 — 26. Paul DE GRAUWE, Guy VERFAILLE, Linkse en rechtse gezondheidssindicatoren van de Belgische Economie.
27. Louis BAECK, Hoe de crisis ombuigen. (uitgeput)
28. Paul VAN ROMPUY, Maatschappelijke keuze en economische crisis.
29. Vic VAN ROMPUY, Erik SCHOKKAERT, Begrotingstekorten, Rentelasten en Openbare schulden in België. Een kijk op halflange termijn.
- 1984 — 30. Dirk HEREMANS, Hans GEEROMS, Marktsector en budgetsector in België. Grenzen aan het overheidsbeslag ?
31. Paul DE GRAUWE, Guy VERFAILLE, Zijn de rentelasten van de overheidsschuld ondraaglijk geworden ?
- 1985 — 32. Louis BAECK, De wonderbare wereld van de economische paradigma's. (uitgeput)
33. Paul VAN ROMPUY, Solidariteitsmechanismen in federale staten.
34. Louis BAECK, De V.S. en de E.G. : vergelijking op lange termijn.
35. Louis BAECK, Het economisch denken in het Spanje van de 16e en 17e eeuw.
36. Guido DE BRUYNE, Paul DE GRAUWE, Hervreiding van het werk en makro-economisch evenwicht.
37. Paul VAN ROMPUY, Arbeidsmarktflexibiliteit en werkloosheid.
- 1987 — 38. Paul DE GRAUWE, Anne FREMAULT, Micro- en macro-economische effectiviteit van de Belgische prijsreglementering.
39. Louis BAECK, Kentering in de westerse economie.
40. Johan MORTELMANS, Erik SCHOKKAERT, Lode BERLAGE, Robert VERTONGHEN, De economische wenselijkheid van een snelspoorverbinding door België.
41. Louis BAECK, De aandelenbeurzen, 1982-87 : het lustrum van de stier.
42. Lode BERLAGE, Dirk TERWEDUWE, Grondstoffenuitvoer van ontwikkelingslanden : machtsmiddel of struikelblok ?
- 1988 — 43. Louis BAECK, De westerse economie na de krach. (uitgeput)
44. Filip ABRAHAM, Nationale vakbonden, interprofessionele loonakkoorden en economische politiek.

45. Paul VAN ROMPUY, m.m.v. Valentijn BILSEN, 10 jaar financiële stromen tussen de gewesten in België.
46. Dirk HEREMANS, Bevoegdheidsverdeling en economische autonomie. De staats Hervorming in het licht van 1992.
47. Wim MOESEN, Dirk HEREMANS, Paul VAN ROMPUY, Mark EYSKENS, Bedenkingen bij de nieuwe financieringsvoorstellen voor gewesten en gemeenschappen.
48. Vic VAN ROMPUY, Overheidstekort, overheidsschuld en economische welvaart. Toepassing op België 1947-1988.
- 1989 — 49. Lodewijk BERLAGE, België en de schulden van de Afrikaanse lage inkomenslanden.
50. Jacques DREZE, Schuld en coöperatie in de mondiale economie. (uitgeput)
51. Paul DE GRAUWE, Milieuvriendelijke groei : utopie of werkelijkheid ?
- 1990 — 52. Paul VAN ROMPUY, Europese ankerpunten voor het Belgisch begrotingsbeleid.
53. Louis BAECK, De jaren '90 : een Europees decennium. (uitgeput)
54. Paul DE GRAUWE, Stef PROOST, Erik SCHOKKAERT, Denise VAN REGEMORTER, Het milieubeleid in Vlaanderen. Een economische visie.
55. Paul DE GRAUWE, Wim VANHAVERBEKE, Competitiviteit, oliecrisis en loonindexering.
56. Wim MOESEN, Begrotingen, beleid en beheer. Over de besparingsvoorstellen, wat ze zijn en wat ze niet zijn.
- 1991 — 57. D. HEREMANS, M. DE BROECK, Overheidsschuld en financiële markten in de branding.
58. Louis BAECK, Bruno VAN ROMPUY, Golfoorlog : geopolitiek, petroleum en islam. (uitgeput)
59. Paul DE GRAUWE, Koen STRAETMANS, Het programma-akkoord in de petroleumsector. Een ondoelmatig systeem van prijzencontrole.
60. Paul DE GRAUWE, Denkoefeningen over de regionalisering van de Belgische overheidsschuld.
- 1992 — 61. Paul DE GRAUWE, Over Franse kolonisatie en Belgische verankering.
62. Stef PROOST, Beleidsvoorstellen voor de broeikasproblematiek.
63. André DECOSTER, Stef PROOST, Erik SCHOKKAERT, Hervorming van indirecte belastingen : winnaars en verliezers.
64. Paul VAN ROMPUY, Kritische bedenkingen bij de regionalisering van de overheidsschuld.