

## De zorgen van dr. Duisenberg

### Inleiding

Traditiegetrouw begint het jaarverslag van De Nederlandsche Bank (DNB) met een algemeen Verslag van de President, waarin deze zijn visie geeft op de in- en externe positie van de Nederlandse economie. Daarin beoordeelt de president het gevoerde kabinetsbeleid en doet hij aanbevelingen ten aanzien van het te voeren financieel-economisch beleid. Centraal in het onlangs verschenen Verslag staat de zorg voor een aantal bestaande onevenwichtigheden. Met name de ontwikkeling rond het financieringstekort krijgt ruim aandacht. Hoewel president Duisenberg tijdens de toelichting op het Verslag er op wees dat hij zich terughoudend heeft willen opstellen, is dat in het Verslag minder goed te merken. De boodschap die daarin wordt uitgedragen zal – aan de vooravond van de verkiezingen – een grote rol kunnen spelen in de politieke discussie over het gevoerde en te voeren financieel-economische beleid.

Voor de auteurs is dit aanleiding om in onderstaand artikel nader in te gaan op de ontwikkelingen rond de overheidsfinanciën. Daarbij wordt afgevraagd of het kabinet onvoldoende prioriteit heeft gelegd bij het terugdringen van het financieringstekort. Daarnaast gaat onze aandacht uit naar het derde hoofdstuk van het jaarverslag, dat gewijd is aan de monetaire en financiële ontwikkeling. Hierbij komt de vraag aan de orde of de monetaire expansie werkelijk gevaar oplevert voor de prijsstabiliteit.

### De omvang van het financieringstekort

In het jaarverslag wordt een duidelijk overzicht gegeven van de bestaande onevenwichtigheden in de Nederlandse economie. Daarbij uit de president zijn ontevredenheid over de mate waarin het financieringstekort in de afgelopen jaren is teruggebracht.

Op zich is de constatering dat financieringstekort nog altijd veel te hoog is, juist. Het zou ons inziens echter onjuist zijn de bezuinigingsinspanningen van de afgelopen jaren te bagatelliseren. De collectieve uitgaven, uitgedrukt in procenten van het nationaal inkomen, namen in de periode 1983-1986 af van 70,3% tot ca 67%. Tegelijkertijd daalde in deze periode het financieringste-

kort van het rijk en de lagere overheden (inclusief debudgettering, exclusief de vervroegde aflossing van woningwetwoningen) van 10,7% tot 7,8%. Deze resultaten hoeven het kabinet niet tot ontevredenheid te stemmen. Integendeel, het kabinet kan zich er op beroepen dat met de gerealiseerde vermindering vrijwel voldaan is aan de oorspronkelijke doelstelling het tekort terug te brengen tot 7,5% van het netto nationale inkomen. Bovendien is de kans reëel aanwezig dat het financieringstekort dit jaar feitelijk lager zal uitvallen dan de in de Vroege Voorjaarsnota geraamde 7,8%. Het Centraal Planbureau gaat immers uit van een wel zeer bescheiden groei van het nationaal inkomen met nominaal 1,5%. Bij een hogere groei zal naast het noemer-effect ook het tekort zelf, als gevolg van deze hogere groei, lager uitvallen. Hoewel Duisenberg zelf ook een hogere groei voor mogelijk houdt 1), onthoudt hij zich van uitspraken over de te verwachten inkomstontwikkeling van de overheid. Nu de winstontwikkeling in het algemeen aanhoudend gunstig is mag – bij een verder afnemende verliescompensatie – gerekend worden op meevallende opbrengsten bij de vennootschapsbelasting. Bovendien zullen bij een hogere economische groei ook de ontvangsten uit de loon- en inkomstenbelasting verder toenemen.

Hoe anders ligt echter de problematiek in 1987. Wijzend op het verslechterde perspectief voor de overheidsfinanciën door de ontwikkeling rond dollarkoers en olieprijs, waarschuwt Duisenberg ervoor dat het tekort van de overheid, althans indien geen beleidsbijstellingen zouden plaatsvinden, weer tot boven de 10% van het netto nationale inkomen zou kunnen uitstijgen.

Ontegenzeggelijk is de budgettaire problematiek voor 1987 groot. Het Ministerie van Financiën 2) raamt de daling van de aardgasbaten op ca. f. 11,5 mrd., ca. f. 5 mrd. meer dan ten tijde van de Miljoenennota werd geraamd. Bovendien is de kans groot dat de recente ontwikkelingen rond dollarkoers en olieprijs tot een nog scherpere daling van de aardgasbaten zullen leiden.

Daar tegenover staat dat het kabinet voor volgend jaar een pakket van f. 9,3 mrd. aan bezuinigingen en lastenverzwaringen heeft aangekondigd. Als gevolg van dit pakket zal de stijging van het tekort in belangrijke mate worden afgeremd. Blijkens de kaderbrief gaat Financiën ervan uit dat het tekort van het rijk niet meer dan met één

procent-punt zal stijgen ten opzichte van het geraamde tekort voor 1986. Houdt men er echter rekening mee dat de economische groei – als gevolg van een sterkere prijsstijging – ook in 1987 wel eens hoger zou kunnen uitvallen, dan zou de tekortstijging feitelijk nog beperkter kunnen zijn. Bij een voortgezet sober uitgavenbeleid en bij een voortgezette economische groei is er voor de jaren daarna nog steeds perspectief dat de lange-termijndoelstelling van het kabinet – een tekort van ca. 5% in 1990 – bereikt zal kunnen worden!

In het Verslag uit de president forse kritiek op het beleid in de afgelopen jaren een gedeelte van de ombuigingen aan te wenden ten behoeve van lastenverlichting. Uit conjunctuurpolitieke overwegingen is ons inziens de keuze voor een geleidelijker reductie van het financieringstekort, in combinatie met lastenverlichting, best verdedigbaar. Te meer daar een groot gedeelte van deze lastenverlichting aan het bedrijfsleven ten goede is gekomen. De vennootschapsbelasting alsmede de werkgeverspremies sociale verzekering werden verlaagd, hetgeen ongetwijfeld heeft bijgedragen aan de verbetering van de financiële positie van het bedrijfsleven en daarmee aan het herstel van de bedrijfsinvesteringen. De verlaging van de collectieve lastendruk voor de burgers had ten doel de koopkracht te ondersteunen. Hierdoor werd niet alleen een impuls gegeven aan de consumptie, maar werd tegelijkertijd bijgedragen aan de noodzakelijke verkleining van de wig tussen bruto en netto inkomen. Natuurlijk was het beter geweest indien deze lastenverlichting door middel van additionele ombuigingen in de uitgaven zou zijn gefinancierd en niet ten koste zou zijn gegaan van een sterkere tekortreductie. Gezien echter de omvang van de bestaande ombuigingsproblematiek was dat moeilijk realiseerbaar geweest.

Voor 1987 heeft het kabinet inmiddels besloten tot een tijdelijke verhoging per 1 oktober a.s. van de BTW-tarieven met 1%-punt en een verlaging van de vermogens- en voorraadaf trek voor bedrijven. Daarnaast zijn voor f. 5,2 mrd. aan ombuigingen in de uitgaven aangekondigd.

De auteurs zijn hoofd resp. medewerker van het Economisch Bureau Binnenland van de Amrobank. Zij schrijven dit artikel op persoonlijke titel.

- 1) Zie *Het financieele Dagblad*, 30 april 1986.
- 2) Budgettaire kader voor de begroting 1987. *Staatscourant*, 9 april 1986.

Sterker ombuigen, eventueel in combinatie met grotere lastenverzwaringen, om het financieringstekort geforceerd terug te brengen lijkt onder de huidige omstandigheden niet wenselijk. Het gevaar bestaat immers dat een dergelijk beleid de voortgang van het economisch herstel zal belemmeren en derhalve een ongunstige invloed zal uitoefenen op de inkomens-, productie- en werkgelegenheidsontwikkeling. Met een dergelijke ontwikkeling zijn ook de overheidsfinanciën niet geënd.

## Verruiming van de monetaire verhoudingen

De president van De Nederlandsche Bank spreekt in het Verslag ook zijn bezorgdheid uit over de verruiming van de monetaire verhoudingen die de laatste jaren is opgetreden. De verruiming vindt haar weerslag in de stijging van de liquiditeitsquote, die sinds de beëindiging van de kredietrestrictie eind 1981 met ruim 8%-punt is opgelopen tot een niveau van 44,1 eind 1985. De Bank is bevreesd dat de ruime monetaire verhoudingen van dit moment zullen leiden tot overbesteding in de toekomst met alle kwalijke inflatoire gevolgen van dien. Vandaar dat besloten is de monetaire expansie bij te sturen. Met het bankwezen is informeel afgesproken dat de binnenlandse liquiditeitscreatie geen bijdrage meer mag leveren aan de stijging van de liquiditeitsquote. Wanneer rekening wordt gehouden met een nominale groei van het nationaal inkomen van ca. 3% en neutrale financiering van het overheidstekort, dan betekent dit dat de maximale groei van het netto geldscheppend bedrijf van banken dit jaar 5½ à 6% mag bedragen. Overigens gaat het niet om een formele kredietrestrictie, doch om een beperkte vorm van 'dijkbewaking'.

Men kan zich afvragen of DNB niet wat al te bezorgd op de monetaire expansie reageert. Tenslotte geeft de feitelijke prijsontwikkeling geen enkele reden tot bezorgdheid. De inflatie zal dit jaar rond de 0 uitkomen. Blijkens de onlangs gepubliceerde middellange-termijnramingen van het Centraal Planbureau behoeft ook de komende jaren voor een oplevende inflatie niet te worden gevreesd. In de visie van het Planbureau blijft de loonontwikkeling in de periode tot 1990 zeer gematigd en vertoont het invoerprijspeil in gulden gemeten geen enkele stijging. De inflatie komt dientengevolge uit op een gemiddelde van 0 à -0,5. In een dergelijke context is een monetair ingrijpen niet erg voor de hand liggend.

DNB heeft de monetaire verruiming in de afgelopen jaren steeds aanvaard. De achtergrond hiervan was dat de ophoping van liquiditeiten grotendeels bij bedrijven geschiedde en niet bij gezinnen. Bedrijven hielden een deel van hun gestegen winsten in liquide vorm

Tabel. Ontwikkeling van bij banken en girodiensten aangehouden liquiditeiten (mrd. gld.)

	Stand ult. 1985	Mutatie		
		1983	1984	1985
Bedrijven	67,7	5,0	6,8	7,8
Gezinnen, verenigingen en stichtingen	36,4	2,2	-1,1	2,4
Financiële instellingen en lagere overheid	19,2	1,5	1,9	3,1
Totaal	123,3	8,7	7,6	13,3
P.M. Liquiditeitsmassa waarvan houderschap niet bekend is a)	36,0	4,2	4,2	-0,3

Bron: jaarverslag DNB 1984, 1985.

a) Chartaal geld, secundaire liquiditeiten ten laste van de overheid, incl. op liquiditeitsmassa toegepaste correctie voor fluctuaties in transitische posten.

aan, hetgeen in het kader van een financieel herstelproces als normaal mocht worden beschouwd. Zoals tabel 1 laat zien is de aanwas van liquiditeiten in 1985 wederom bij bedrijven neergeslagen. De indruk bestaat dat het vooral de kleinere bedrijven zijn, waar het economisch herstel later op gang is gekomen, die hun liquiditeitsbezit vergroten. Grotere bedrijven blijken in toenemende mate hun winst aan te wenden voor investeringen. Wanneer dit investeringsherstel zich ook uitstrekt tot de hiervoor genoemde kleinere bedrijven, dan is terugkeer naar meer evenwichtige monetaire verhoudingen te verwachten. Immers, een groot deel van de investeringsgoederen zal uit het buitenland worden betrokken zodat een verdere groei van de investeringen leidt tot een vermindering van liquiditeitstoever uit het buitenland, of mogelijk zelfs tot een afvloeiing. Voor opleving van de inflatie behoeft niet te worden gevreesd: door de relatief hoge invoerquote van investeringsgoederen zal overbezetting van de binnenlandse productiecapaciteit niet optreden.

Als de liquiditeitsaccumulatie evenals voorgaande jaren in de bedrijvensector plaatsvindt, waarom acht DNB dan een 'dijkbewaking' nu wel nodig en voorgaande jaren niet? Een herstel van evenwichtige monetaire verhoudingen lijkt immers, ook zonder ingrijpen van DNB, 'vanzelf' tot stand te komen. Het antwoord wordt gevonden bij de oorzaken van de liquiditeitsaanwas. Vergelijkt men de cijfers van 1985 met 1984 dan blijkt een opmerkelijke verschuiving te hebben plaatsgevonden van liquiditeitstoever uit het buitenland naar liquiditeitscreatie door het bankwezen. De bijdrage van het buitenland aan de toename van de liquiditeitsmassa nam af van f. 7 mrd. in 1984 tot f. 3,8 mrd. in 1985 3), die van het bankwezen nam juist toe van f. 6,8 mrd. tot f. 11,7 mrd. Daarmee verschilde de monetaire ontwikkeling van die in West-Duitsland, waar niet alleen het tempo van monetaire expansie geringer was, maar ook de bijdrage van de binnenlandse liquiditeitscreatie.

Het is vooral deze uiteenlopende monetaire ontwikkeling in Nederland

en West-Duitsland die DNB zorgen baart. Volgens de Bank had deze ontwikkeling belangrijke implicaties voor de rentestructuur en de liquiditeitsvoorkeur. Door de ruime monetaire verhoudingen in Nederland kon de lange rente aansluiting vinden bij de ontwikkeling in West-Duitsland. Daarentegen zorgde het geleidelijk wegvallen van de liquiditeitstoever uit het buitenland volgens DNB voor een verzwakking van de positie van de gulden ten opzichte van de Duitse mark, die de Bank noodzaakte om in de korte sfeer een relatief groot rente-écart met West-Duitsland in stand te houden. Het gevolg was een, in vergelijking met West-Duitsland, vlakke rentestructuur met geringe verschillen tussen korte en lange rente. Daarbij nam de liquiditeitsvoorkeur toe.

Overigens gaat DNB met deze verklaring voorbij aan het feit dat de Bank zelf wellicht aan de vlakke rentestructuur heeft bijgedragen door het voeren van een te voorzichtig geldmarktbeleid 4). M.n. in het najaar van 1985, toen de gulden ten opzichte van de Duitse mark een sterke positie innam, was de kans aanwezig om de geldmarktrente in sneller tempo omlaag te brengen.

Met de 'dijkbewaking' die nu is ingesteld hoopt DNB o.a. het verschil tussen korte en lange rente te vergroten, hetgeen de stimulans tot het aanhouden van monetaire activa zou doen verminderen. Door de beperking die gesteld wordt aan de groei van het netto geldscheppend bedrijf van banken, kan een verhoogde vraag naar lang passief van deze banken optreden met als mogelijk gevolg enige opwaartse druk op de lange rente.

Het is ook mogelijk dat DNB op een andere manier het verschil tussen korte en lange rente vergroot en wel door een verlaging van de korte rente. Uiter-

3) Cijfers zijn ontleend aan de monetaire statistiek. Opmerkelijk is dat de betalingsbalansstatistiek tot geheel andere conclusies leidt. Hier neemt het overschot der niet-monetair sectoren (per definitie gelijk aan de liquiditeitstoever uit het buitenland) toe van f. 1,6 mrd. in 1984 tot f. 3,5 mrd. in 1985.

4) Zie P.A. Haal, Het rente-écart, *ESB*, 18 september 1985.

---

aard is de korte rente primair een instrument in het valutaire beleid en is de hoogte derhalve afhankelijk van de positie van de gulden in het EMS, speciaal ten opzichte van de Duitse mark. Daarbij is de ruimte voor renteverlaging op korte termijn afwezig door de zwakke positie die de gulden momenteel na de herschikking in het EMS inneemt. Naar verwachting is deze situatie echter van tijdelijke aard en kan de gulden zijn positie in het EMS de komende maanden versterken, ook ten opzichte van de Duitse mark. In dat geval zal DNB deze kans hopelijk aangrijpen om het omvangrijke rente-écart, dat momenteel op de geldmarkt met West-Duitsland bestaat, terug te brengen. Via een dergelijk alert geldmarktbeleid zal ook het verschil tussen Nederlandse korte en lange rente toemenen waardoor de liquiditeitsvoorkeur vermindert. Zo de ruime monetaire verhoudingen dienen te worden bestreden verdient deze weg veruit de voorkeur boven de renteverhogende werking die van een beperking van het monetair bedrijf van de banken kan uitgaan.

---

## Slot

---

Met betrekking tot de ontwikkeling van het financieringstekort zijn wij minder somber dan de president in zijn Verslag. Het tekort lijkt dit jaar dicht in de buurt van de oorspronkelijke doelstelling van het kabinet uit te komen. Voor 1987 verwachten wij dat het tekort, ondanks de scherpe daling van de aardgasbaten, slechts in beperkte mate zal stijgen. Naast te verwachten meevallers zal dit met name te danken zijn aan de aangekondigde bezuinigingen en lastenverzwaringen. Uit conjunctuurpolitieke overwegingen zou het onverstandig zijn het tekort in een geforceerd tempo terug te dringen. Het gevaar bestaat immers dat een dergelijk beleid de voortgang van het economisch herstel, en daarmee de gezondmaking van de overheidsfinanciën, zal belemmeren.

Om een hogere groei te kunnen bereiken is een aanzienlijk krachtiger investeringsherstel noodzakelijk. De Nederlandsche Bank kan hieraan bijdragen, onder meer via het laag houden van de rente. Wat dat betreft is het recente besluit van De Nederlandsche Bank om een – weliswaar informele – kredietrestrictie in te stellen teleurstellend. Van een dergelijke maatregel kan immers een renteverhogende werking uit gaan. De vraag dringt zich op of deze 'dijkbewaking' in de huidige economische situatie noodzakelijk is. De vooruitzichten voor handhaving van een lange periode van prijsstabiliteit zijn immers, blijkens de recente ramingen van het Planbureau, uitermate gunstig. Daarbij is een terugkeer naar meer evenwichtige liquiditeitsverhoudingen waarschijnlijk wanneer het investeringsherstel zich verbreedt tot de

---

kleinere bedrijven, waar de economische opleving zich later heeft gemanifesteerd.

Ervan uitgaande dat de gulden de komende maanden sterker wordt, ook ten opzichte van de Duitse mark, komt DNB in de gelegenheid het rente-écart met West-Duitsland op de geldmarkt te

---

verkleinen. Dit lijkt ons de koninklijke weg naar de noodzakelijk geachte verhoging van het verschil tussen de korte en de lange rente in Nederland.

**P.M. Feenstra**  
**F.L.D. Nivard**