

Financiële waakhonden

In het *Jaarverslag 1994* van De Nederlandsche Bank vergelijkt Duisenberg de financiële markten met waakhonden. Als ze economische of politieke onraad ruiken of schrikken van onverwachte gebeurtenissen, slaan ze onmiddellijk aan. Een dreigend gebrek aan monetaire of budgettaire discipline wordt direct beantwoord met renteverhogingen of wisselkoersdalingen. Hoewel 1994 in economisch opzicht een buitengewoon gunstig jaar was, was het op de financiële markten een herrie van jewelste. Als een belangrijke oorzaak hiervan noemt Duisenberg dat er in een aantal landen nog veel mis is met de overheidsfinanciën. In dat verband heeft Duisenberg ook forse kritiek op het kabinet-Kok vanwege de weinig ambitieuze doelstellingen ten aanzien van financieringstekort en staatsschuld.

In het begin van de jaren zeventig bedroeg de overheidsschuld van OESO-economieën gemiddeld 35% van het bruto nationaal produkt. Vorig jaar was dat opgelopen tot 71%. Koplopers in de OESO zijn België en Italië met een overheidsschuld van resp. 142 en 125% van het bnp. In Nederland ligt de schuldquote op 79%. Hoge niveaus van overheidsschuld kunnen de economie op verschillende manieren schaden. Ten eerste drijft een groot beroep van overheden op de kapitaalmarkt de reële rente op, wat ten koste gaat van particuliere investeringen. Ten tweede kunnen overheden in de verleiding worden gebracht om hun tekorten inflatoir te financieren. Om zich hiertegen in te dekken vragen beleggers hogere reële rentevoeten. Ten derde betekenen grotere tekorten nu hogere belastingen in de toekomst. Dat stimuleert ondernemers en beleggers niet om in die economieën actief te zijn. Ten slotte beperkt een hoge schuld de speelruimte voor overheden om in tijden van recessie de budgettaire teugels wat te laten vieren en ze in gunstiger tijden weer aan te trekken. De overheid wordt dus gedwongen een beleid te voeren dat de conjuncturele schommelingen verscherpt.

De mate waarin de overheidsschuld een probleem is, hangt af van de toekomstige financierbaarheid. Pas echt gevaarlijk wordt het als landen gevangen raken in de vicieuze cirkel van hogere schulden, hogere rentelasten, meer lenen om aan de schuldverplichtingen te voldoen enz. Dat gevaar is vooral acuut als de reële rente hoger is dan de groeivoet. Dit is in de rijke landen al een groot aantal jaren het geval. Aan een stijging van de schuld valt dan alleen te ontkomen als overheden een overschot op hun primaire begroting (begroting excl. rentelasten) hebben. Dit verklaart ook waarom financiële markten de situatie in Italië veel slechter inschatten dan in België, hoewel in het laatste land de schuldquote hoger is. België heeft al jaren een flink overschot op de primaire begroting (gemiddeld 3 à 4% bnp over de laatste vijf jaar), in Italië is dat niet het geval. Daardoor neemt in Italië de schuldquote nog gestaag toe, terwijl die zich in België heeft gestabiliseerd. Op de financiële mark-

ten is dat beloofd met een verkleining van het rentever-schil tussen de Belgische frank en de Duitse mark. Omgekeerd wekken behalve Italië ook Zweden en Spanje het wantrouwen van de financiële markten. Niet toevallig zijn dat ook de landen die het in tijden van valutaire onrust het zwaarst te verduren hebben. Zij moeten hun rentetarieven het meest verhogen om hun munt niet te laten afglijden, uiteraard ten koste van de economische groei.

Het geijkte moment om de overheidstekorten te verminderen is de hoogconjunctuur. Inderdaad zijn in de meeste OESO-landen vorig jaar de begrotingstekorten gedaald. Gecorrigeerd voor conjuncturele meevallers zijn de verbeteringen echter beperkt. In ons land is het financieringstekort van het Rijk in 1994 aanzienlijk lager uitgekomen dan eerder was geraamd. Voor het eerst in jaren is daardoor ook de nationale schuld in procenten van het bnp afgenomen. Bij nadere analyse blijkt dat resultaat echter vooral te danken aan incidentele factoren als het versneld innen van belastingen en de verkoop van staatsbezit (KPN-aandelen en hbo-schoolgebouwen). Wordt hiervoor gecorrigeerd, dan is het tekort ten opzichte van 1993 zelfs gestegen (van 3,1 naar 3,8% bnp).

Ook voor de komende jaren staat schuldreductie niet hoog op de agenda. De in het regeerakkoord afgesproken vermindering van het financieringstekort tot 2,9% bnp in 1998 is ontoereikend om de schuldquote 'betekenisvol' te doen dalen in de richting van 60% bnp (EMU-eis). Daardoor dalen ook niet de rentelasten op de begroting (meer dan 14% van de totale rijksuitgaven). Niet alleen zijn deze middelen niet beschikbaar voor zinnigere overheidsuitgaven, maar dit kan het kabinet ook gaan opbreken als de rente weer stijgt. Ten slotte moet de noodzaak tot het verminderen van de schuld ook worden gezien in het licht van de vergrijzing van de bevolking die gepaard gaat met een stijgend beslag op collectieve middelen.

De financiële markten lijken niet bezorgd dat Nederland met zijn overheidsschuld in de gevarenzone zit. De ijzersterke positie van de gulden in het EMS en het feit dat het Nederlandse rente een deel van het jaar zelfs onder de Duitse lag, bevestigen dat. Wat zit Duisenberg dan te mopperen, zo kan men zich afvragen. Is er werkelijk zo'n gevaar dat Nederland niet aan de EMU-vereisten kan voldoen? Neen, waarschijnlijk maakt hij zich meer bezorgd dat het kabinet het gunstige tijt laat verlopen voor een snellere reductie van het overheidstekort. Als naar verwachting medio volgend jaar de conjunctuur vertraagt en zich weer tegenvallers voordoet (lagere belastinginkomsten, lagere aardgasopbrengsten, hogere rente, vertragingen bij bezuinigingen) blijkt weer een kans gemist om financieel-economisch orde op zaken te stellen. Echte waakhonden beginnen al te blaffen als zij de gevaren voelen aankomen.

L. van der Geest