

Grenzen aan de financiering van begrotingstekorten

DRS. P. STEK*

Over de toelaatbare omvang van het financieringstekort lopen de meningen sterk uiteen. Sommigen bepleiten het financieringstekort te vergroten en langs die weg de werkgelegenheid en de economische groei een belangrijke impuls te geven, anderen stellen daartegenover dat de grenzen aan het financieringstekort reeds zijn overschreden en dat een verdere vergroting alleen maar een negatieve uitwerking zal hebben op de economische situatie. In dit artikel wordt de vraag aan de orde gesteld of er inderdaad grenzen zijn aan de omvang van het financieringstekort. Bekeken wordt welke consequenties verruiming van het financieringstekort heeft in de monetaire sfeer, voor de kapitaalmarkt en voor de geld- en valutamarkt. De auteur komt tot de conclusie dat vergroting van het financieringstekort geen uitweg biedt om aan reële keuzen te ontkomen.

Inleiding

De bewering dat er grenzen zijn aan de financiering van begrotingstekorten, stuit bij sommigen op twijfel. Dat is begrijpelijk. Het rijk kan toch meer liquiditeiten creëren, stellen zij; de overheid kan toch lenen in het buitenland; je kunt de institutionele beleggers en de banken toch verplichten middelen ter beschikking te stellen? Als ik beweer dat er wel degelijk grenzen zijn gesteld aan de financiering van begrotingstekorten, dan bedoel ik niet dat er nauwe technische grenzen bestaan, maar dat men zijn beperkingen moet kennen. Deze beperkingen worden, evenals die op andere terreinen van de economische politiek, bepaald door de doelen die men heeft. Het begrotingstekort of, zoals ik het hier verder zal noemen, het financieringstekort, is een tussendoel dat op zich en door de wijze van financiering andere tussendoelen en einddoelen beïnvloedt. Ik denk hierbij aan het bestedings-evenwicht en dus o.a. aan de conjuncturele spanning op de arbeidsmarkt, verder aan de geldhoeveelheid en dus aan de inflatie en zowel de lopende als de kapitaalrekening van de betalingsbalans en, last but not least, aan de rente waarmee alle genoemde variabelen in wisselwerking staan en die bovendien een grote invloed heeft op de winstgevendheid van het bedrijfsleven, die op haar beurt van doorslaggevend belang is voor onze groeivoet en werkgelegenheid. De grenzen aan de financiering van begrotingstekorten worden bepaald door de doelstellingen ten aanzien van deze variabelen en de inkomensverdeling.

Als de doelstellingen en hun onderlinge rangorde bekend zijn, rest het economische probleem wat de optimale aanwending is van de beschikbare middelen. Daaraan vooraf gaat het politieke probleem van de vaststelling van de prioriteiten. Het kan niet voldoende worden benadrukt hoe belangrijk het is de prioriteiten inderdaad vast te stellen. Dat geldt niet alleen voor de regering maar ook voor het parlement, belangenorganisaties en de kiezers¹⁾. In het navolgende ga ik ervan uit dat het niet de bedoeling is van de meerderheid van de bevolking de werkgelegenheid, de economische groei, de prijsstabiliteit en de voordelen van de internationale arbeidsverdeling op te offeren aan desiderata met betrekking tot de personele inkomensverdeling, voor zover deze daarmee in strijd zouden komen, en evenmin aan bestendiging van de huidige categoriale inkomensverdeling, waarbij het bedrijfsinkomen zich op een zo laag peil bevindt dat de werkgelegenheid en het

draagvlak van de (groei van de) collectieve voorzieningen in hoog tempo worden uitgehouden. Uitgaande van deze veronderstelling en van de theorie van de marktsector als draagvlak voor de collectieve sector (die, o.a. door het Centraal Planbureau en De Nederlandsche Bank, vaak genoeg is ontvouwd) kan men inderdaad spreken van grenzen aan de financiering van de overheidstekorten.

Een prealabele vraag is of bij het ontbreken van grenzen aan de financiering, het financieringstekort zelf onbeperkt zou mogen worden opgerekt. Het antwoord is ontkennend. Zowel het interne als het externe bestedingsevenwicht zijn hierbij in het geding. Zodra de vraag op een zodanig peil ligt dat de conjuncturele werkloosheid is opgeheven, is er in principe geen ruimte meer voor vergroting van het financieringstekort, althans als men bestedingsinflatie wil vermijden. De vraag kan rijzen of er geen ruimte is voor tekortvergroten-de uitgaven of lastenverlichting ter verbetering van de structuur van de economie. Bittere ervaring heeft geleerd dat, als zulke maatregelen worden genomen in een tijd van snelle structurele achteruitgang, zowel het interne als het externe evenwicht al snel niet meer kunnen worden gehandhaafd. De „inverdieneffecten” van de maatregelen van 1977 bleven eenvoudigweg uit omdat zich in plaats van een hogere groei, die de maatregelen moest legitimeren, allengs een lagere groei aftekende en het overschot op de lopende rekening in hoog tempo wegsmolte en verkeerde in een groot tekort. Deze ervaring is een van de redenen voor het voornemen van de regering in 1982 terug te keren naar het structurele begrotingsbeleid²⁾.

* Directeur binnenlands geldwezen van het Ministerie van Financiën. Dit artikel is een bewerkte versie van een inleiding uitgesproken op 21 oktober 1980 ter gelegenheid van de jaarlijkse bijeenkomst van het Nederlands Instituut voor Beleidsinformatie en de Vereniging voor Strategische Beleidsvorming over de Miljoenennota en de Macro Economische Verkenning.

1) Prof. dr. P. Korteweg heeft nog onlangs in een commentaar op een inleiding van dr. A.H.E.M. Wellink op pregnante wijze uiting gegeven aan de schadelijke gevolgen van het gelijktijdig nastreven van strijdige doelen van het economische beleid. Zie P. Korteweg, Het financieringstekort in de jaren tachtig, *Openbare uitgaven*, 1980, nr. 4, blz. 217/218.

2) Voor recente beschouwingen over het structurele begrotingsbeleid zij verwezen naar de in voetnoot 1 genoemde beschouwingen van dr. A.H.E.M. Wellink en prof. dr. P. Korteweg.

Het structurele begrotingsbeleid is erop gericht het begrotingstekort in de pas te laten lopen met de mogelijkheden die de economische ontwikkeling op middellange termijn biedt. Er wordt daarbij naar een evenwicht van de trendmatige besparingsoverschotten en -tekorten in de volkshuishouding gestreefd. Het trendmatige besparingsoverschot van de particuliere sector is dan in principe beschikbaar voor de dekking van het financieringstekort van de overheid en de financiering van de ontwikkelingshulp van de overheid, voor zover deze hulp op de kapitaalrekening van de betalingsbalans drukt. De structurele norm voor het financieringstekort impliceert een norm voor de ruimte voor uitgavenverhoging en/of lastenverlaging. Deze ruimte wordt berekend aan de hand van de trendmatige stijging van de belastingontvangsten en de geraamde opbrengst aan niet-belastingmiddelen. Bij terugkeer naar het structurele begrotingsbeleid zal de trendmatige groei van de belastingontvangsten vooral niet moeten worden overschat, wat nu jaar in jaar uit gebeurt. Kortom, men zal zich zowel moeten hoeden voor optimisme omtrent de groei-voet van het nationale inkomen als voor optimisme omtrent de macro-economische progressiefactor van de belastingopbrengst. Uiteraard behoort bij dit structurele kader, dat het uitgangsniveau van het structurele financieringstekort verenigbaar is met in- en extern evenwicht. Dit betekent dat het structurele tekort van de overheid terug zal moeten naar 4% van het nationale inkomen, als de oude raming van het structureel toelaatbare tekort nog geldig zou zijn.

Het ziet er echter naar uit dat het structurele tekort inmiddels lager moet zijn dan 4% wegens de forse daling van de particuliere besparingen en de noodzaak de omvang van de investeringsquote te verhogen ten einde de economische groei te laten terugkeren naar een peil waarbij voldoende werkgelegenheid wordt gecreëerd. Of maatregelen zouden dienen te worden getroffen om het tekort van het voor 1981 begrote feitelijke niveau van 5¼% de volle afstand te doen teruggaan tot de structureel toelaatbare omvang, hangt af van de vraag of daarin een conjuncturele component is verscholen, en zo ja, hoe groot die is. De snelle structurele achteruitgang van de laatste jaren heeft het moeilijk gemaakt conjunctuur en structuur te onderscheiden. Hier zij volstaan met de opmerking dat zowel de slechte werking van de arbeidsmarkt als de geringe winstgevendheid van het bedrijfsleven die leidt tot versneld afstoten van productiecapaciteit, aannemelijk maken dat de conjuncturele component gering is.

De tot dusver besproken begrenzing van het toekomstige financieringstekort van de overheid berust in hoofdzaak niet op financieringsargumenten. De economie is echter een stelsel van communicerende vaten. Het ontbreken van evenwicht in de bestedings sfeer vertaalt zich in verstoringen in de financiële sfeer. Achtereenvolgens zal ik behandelen:

- de monetaire sfeer;
- de kapitaalmarkt;
- de geldmarkt en de valutamarkt.

De monetaire sfeer

De gemakkelijkste, maar ook zeer verwerpelijke oplossing voor een financieringsprobleem van de overheid is extra geldcreatie, al dan niet ten behoeve van de overheid. Onlangs heeft een groep Amsterdamse economen 3) monetaire verruiming aanbevolen als onderdeel van een uitgebreid pakket maatregelen waaronder ook het accepteren van de gevolgen van een bestedingsverruimend beleid voor het financieringstekort. In de Tweede Kamer klinken bij tijd en wijle soortgelijke geluiden op. Als zo vaak in de economische politiek berust dit oordeel over wat wenselijk is op veronderstellingen omtrent de economische samenhangen, op de prioriteitenstelling, de maatschappijvisie en tevens op feiten.

Wat betreft de feiten stellen de Amsterdammers dat de stand van de lopende rekening van de betalingsbalans geen belemmering behoeft te zijn voor een verruimend beleid. Nederland zou namelijk ten minste een evenredig aandeel moeten dragen in het door de olieprijsverhoging veroorzaakte

tekort op de lopende rekening van de OESO-landen, ofte wel ca. f. 3½ mrd. Het feitelijke tekort over de twaalf maanden tot en met juni 1980 heeft ca. f. 7 mrd bedragen. Een marge voor extra expansie die niet ten koste van het vertrouwen in de gulden zou gaan, bestaat dus helemaal niet. Bovendien kan de stelling dat Nederland een evenredig aandeel in het tekort moet dragen, zelf worden aangevochten. Per slot van rekening geniet ons land hoge en nog oplopende inkomsten uit het buitenland van zijn aardgas (in 1980 ca. 3,7% van het nationale inkomen nog afgezien van de invoervervanging). Kortom, wij zijn een semi-olieland dat meer dan volledige absorptie heeft gerealiseerd! Nederland kent geen geringere conjuncturele terugslag dan gemiddeld in andere landen het geval is. Daarin schuilt dus geen oorzaak voor het feit dat onze betalingsbalans ongunstig afsteekt bij die van vergelijkbare landen. Een ander belangrijk feit is dat de tendentie tot verslechtering van de betalingsbalans zeer sterk zal zijn in de komende jaren door de verwachte stijging van de tekorten op de energiebalans en de investeringsinspanning die nodig is om de groei weer op een peil te brengen waarbij voldoende werkgelegenheid ontstaat.

Wat de prioriteiten betreft staan voor de Amsterdammers het op korte termijn verbeteren van de werkgelegenheid en het handhaven van koopkracht en sociale voorzieningen voorop. Volgens hen worden deze doelen opgeofferd aan een beleid dat zich te veel richt op minder belangrijke tussendoelen, t.w. de liquiditeitsquote, de stand van de betalingsbalans en het financieringstekort van de overheid. Dit is echter geen zuivere weergave van de doelstellingen van het huidige beleid. Achter deze tussendoelen schuilen de beleidsdoelstellingen van verbetering van de concurrentiepositie, vermindering van de inflatie en verbetering van de rendementen van het bedrijfsleven. Bij de regering, De Nederlandsche Bank en het Centraal Planbureau prevaleert de mening dat het vooropstellen van deze doelen op middellange termijn in grote mate blijvend ten goede zal komen aan de werkgelegenheid, de koopkracht en de sociale voorzieningen.

Een keuze op dit moment voor de korte termijn zou de mogelijkheden van structureel herstel juist schaden. Toegespitst op de verlangde monetaire verruiming zou die keuze ertoe leiden dat op zijn best een kortstondige renteverlaging ontstaat die de winsten en de ruimte voor het bedrijfsleven om te investeren vergroot. Daartegenover zou het tekort op de betalingsbalans toenemen en daarmee de druk op de koers van de gulden, doordat de netto kapitaalvoer nog meer dan nu zou achterblijven bij het tekort op de lopende rekening. De Amsterdammers nemen een eventueel daaruit voortvloeiende depreciatie van de gulden op de koop toe. Ook hier is weer sprake van spanning tussen de korte en de lange termijn. Een eenmalige depreciatie heeft, vooral als zij onvoorzien is, aanvankelijk een gunstig effect op de werkgelegenheid, al is dit in een open economie met zoveel koppelingenmechanismen als de onze gering. Een beleid dat tot voortdurende depreciatie leidt, biedt echter geen voordelen meer zodra de verwachtingen van de marktpartijen zijn afgestemd op depreciatie. Het inflatietempo en de looneisen zijn dan namelijk navenant hoger 4). Het is waarschijnlijk niet nodig te argumenteren waarom bij een voortdurende versnelling van de depreciatie en daarmee van de inflatie, het korte-termijnvoordeel zich voorbij een zeker punt, niet eens meer zal voordoen, nl. daar waar een vlucht in goederen en uit de eigen valuta begint op te treden. Wel moet erop worden gewezen dat in een maatschappij waarin gericht beleid overgaat in volledige allocatieve dwang, men niet noodzakelijkerwijs zal terugschrikken voor een regime van handels- en deviezenrestricties. Hier hanteer ik echter, zoals gezegd, de veronderstelling dat

3) G. Reuten, B. Thio, R. de Klerk en C. van Ewijk, *Economisch beleid uit de klem*.

4) Schoning van de prijscompensatie voor ruilvoetachteruitgang, met inbegrip van het effect op de ruilvoet van devaluatie, zou de bezwaren van devaluatie in belangrijke mate ondervangen, mits de initiële loonsverhogingen geen compensatie zouden bieden.

een zodanige maatschappij-inrichting niet de voorkeur van de meerderheid heeft.

Resumerend kunnen we zeggen dat in onze economische orde inderdaad een monetaire grens behoort te worden gesteld aan het financieringstekort van de overheid. In de eerste plaats zal overschrijden van deze grens het externe evenwicht kunnen ondermijnen, wat schadelijke terugkoppelingseffecten op de binnenlandse economie kan hebben. In de tweede plaats zal, ook bij het ontbreken van een extern probleem, het opvoeren van de liquiditeitsruimte in de economie op langere termijn een bedreiging van het binnenlandse monetaire en bestedingsevenwicht inhouden.

De vraag rijst of een grotere creatie van geld ten behoeve van de overheid niet kan worden gecompenseerd door een geringere geldcreatie ten behoeve van de particuliere sector. In belangrijke mate zal nl. de kredietbehoefte van de particuliere sector spontaan dalen naarmate de overheid meer liquiditeiten in omloop brengt. Dit effect is door De Ridder van het CPB gekwantificeerd in een recente studie 5). Wel bestaat er een zekere „slippage” waardoor zonder (verscherping van een eventueel al bestaande) kredietrestrictie de liquiditeitsverhoudingen ruimer zouden worden. Een zodanige restrictie zou per saldo vooral ten koste gaan van de bedrijven die op krediet zijn aangewezen. De monetaire autoriteiten staan dan voor de keus uit twee kwaden: het rechtstreeks verdringen van de particuliere sector door verscherping van de restrictie of het indirect laten verdringen van de particuliere sector door de fnuikende werking van een hogere inflatie en/of een groter betalingsbalanstekort. Overigens is het monetaire beleid in de kredietrestrictieperiode vanaf mei 1977 niet eens op harde wijze gevoerd. Dat blijkt uit de volgende punten:

- het doel van de kredietrestrictie is weliswaar de liquiditeitsquote op middellange termijn met enige punten te verlagen, maar in de conjuncturele omstandigheden van 1979 en 1980 is een binnenlandse liquiditeitscreatie ingeboekt die niet tot een quotedaling zou leiden;
- weliswaar is steeds gezegd dat een betalingsbalanstekort zou moeten doorwerken in de binnenlandse liquiditeitsverhoudingen, maar in feite heeft extra liquiditeitscreatie door de overheid dit gedwarsboemd. Deze creatie moet zelfs als voornaamste oorzaak van het monetaire betalingsbalanstekort worden beschouwd. De binnenlandse liquiditeitscreatie is hierdoor namelijk in ieder jaar dat de kredietrestrictie is gehanteerd, groter geweest dan de liquiditeitsbehoefte. Forse liquiditeitsafvloeiingen waren hiervan het gevolg en per saldo is de quote toch nog enigszins gedaald;
- de verdediging van de gulden heeft niet uitsluitend berust op het monetaire beleid maar ook op belangrijke liberalisaties van de kapitaalvoer, zowel voor bedrijven als voor banken 6).

Geconcludeerd kan worden dat het monetaire beleid per saldo niet op ruwe, maar juist op zachtzinnige wijze is gevoerd. Dat dit mogelijk was, hing samen met het over het algemeen gehandhaafde vertrouwen in de gulden. Dit vertrouwen berust mede op de zeer krachtige verdediging van de gulden op zijn zwakkere momenten. Gelet op de beleidsprioriteiten zal de binnenlandse liquiditeitscreatie echter op een gegeven moment weer in het gareel moeten komen. Een essentiële bijdrage hiertoe kan de overheid leveren door een beperking van haar structurele financieringstekort tot de toelaatbare omvang volgens de norm.

De kapitaalmarkt

Dat er grenzen bestaan aan de ruimte die de binnenlandse kapitaalmarkt biedt aan de overheid, is te begrijpen. Bij een tekort op de lopende rekening over de twaalf maanden tot en met juni 1980 van $3\frac{1}{4}\%$ van het nationale inkomen (op kasbasis; inclusief eenzijdige kapitaaloverdrachten en rechtstreeks kapitaalverkeer met het buitenland) 7) en een financie-

ringstekort van de overheid over diezelfde periode van $6\frac{3}{4}\%$ van het nationale inkomen kan het financieringsoverschot van de particuliere sector per definitie niet meer dan $3\frac{1}{2}\%$ van het nationale inkomen hebben bedragen. Dit is het absolute maximum dat bij monetair neutrale financiering van de particuliere sector aan de overheid ter beschikking zou hebben gestaan om in het binnenland te lenen zonder de particuliere sector te verdringen.

Ex post ging het om minder dan het gehele financieringsoverschot van de particuliere sector, omdat deze sector een liquiditeitsoverschot had (ter grootte van $0,4\%$ van het nationale inkomen), d.w.z. meer liquiditeiten accumuleerde dan te zijn behoeve werden gecreëerd. De overheid had echter door extra activiteit op de kapitaalmarkt de particuliere sector in theorie tot additionele belegging in lange overheids-schuld kunnen bewegen. In feite heeft de overheid in die periode een netto kapitaalmarktberoep weten te plegen van ca. 4% van het nationale inkomen, waarvan een niet onaanzienlijk deel te danken was aan buitenlandse inschrijvingen op openbare leningen (in de orde van 30% ofte wel f. $1\frac{1}{2}$ mrd. = $\frac{1}{2}\%$ van het nationale inkomen). Stellig kan het positieve saldo van het kapitaalmarktverkeer met het buitenland in die periode ad 1% van het nationale inkomen dan ook voor een belangrijk deel worden toegerekend aan de overheid, maar de gegevens daarvoor ontbreken. Bovendien zou een model moeten worden geformuleerd en getoetst om de toerekening niet arbitrair te doen zijn.

Het genoemde netto kapitaalmarktberoep van de overheid is overigens slechts met grote inspanning en zelfs een dosis geluk verwezenlijkt. Immers, de frequentie van de openbare leningen van circa acht per jaar kan niet of nauwelijks worden verhoogd, bij een aantal leningen zijn bijzondere snuffjes toegepast die niet zonder meer voor herhaling in aanmerking komen en de markt heeft tot nu toe zich steeds goed gehouden ten tijde van de inschrijving. Ook op de onderhandse markt is de overheid erg actief geweest, zoals blijkt uit het feit dat sinds het toetreden van het rijk tot die markt in 1976 het beroep is opgelopen tot een orde van grootte die weinig onderdoet voor die op de openbare markt, ondanks het feit dat geen schuld in het buitenland wordt geplaatst.

Voor het gebrek aan financiële ruimte voor de overheid op de binnenlandse geld- en kapitaalmarkt worden veelvuldig de volgende twee oplossingen genoemd. In de eerste plaats zou de overheid kunnen lenen in het buitenland — op het eerste gezicht een onuitputtelijke bron. In de voorlaatste Miljoenennota is deze mogelijkheid op een aantal gronden afgewezen. De voornaamste reden was dat het zou leiden tot een schadelijk uitstel van de vereiste structurele aanpassing van de economie, waaronder de reductie van het financieringstekort. Het nationale spaartekort (het tekort op de lopende rekening) zou blijven bestaan en Nederland zou zich als rijk land bij anderen in de schuld steken om onder meer zijn ontwikkelingshulp te financieren. In feite gebeurt dit nu ook al. Dat blijkt uit het oplopende positieve saldo van het kapitaalmarktverkeer met het buitenland. Het lenen in het buitenland door de overheid zou echter een officieel teken zijn dat de Nederlandse overheid niet meer op eigen kracht uit de problemen komt. Dit zou op zijn beurt een herwaardering van de Nederlandse positie door buitenlandse geldgevers teweegbrengen met als resultaat het wegvallen van de huidige spontane beleggingen in de Nederlandse kapitaalmarkt. M.a.w., het beroep op de buitenlandse kapitaalmarkten zou meteen al buitengewoon groot moeten zijn om per saldo meer op te leveren dan nu naar ons land stroomt en de rente zou, gecorrigeerd voor de koersverwachtingen (die ook al ten

5) P. B. de Ridder, *Een monetair model met endogene wisselkoers: een empirische verkenning*, CPB, Den Haag, mei 1980.

6) Op de banken wordt teruggekomen in de paragraaf over de geld- en valutamarkt.

7) Ter aansluiting bij de definitie van het financieringstekort van de overheid.

ongunste van Nederland zouden worden beïnvloed), hoger zijn.

In de tweede plaats bepleit men in sommige kringen de mogelijkheid van voorschriften om de beleggingen van de institutionele beleggers te sturen in de richtingen die men maatschappelijk wenselijk acht. Dat het om een enorme bron van middelen gaat, is niet te ontkennen. Alleen al de lange middelen van de pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen nemen jaarlijks toe met ca. f. 20 mrd. Met inbegrip van de spaarbanken is dit f. 23 mrd. en als men ook de banken tot deze groep rekent, zou dit bedrag met vele miljarden kunnen worden verhoogd. Tegen de gedachte van beleggingsdwang vallen echter heel wat bezwaren aan te voeren:

- aangenomen mag worden dat de middelen zullen worden gestuurd in relatief laag renderende richtingen. De institutionele beleggers zullen dan op den duur gedwongen zijn hun prestaties voor uitkeringsgerechtigden e.d. te verlagen en/of lastenverhoging op te leggen;
- door het in het leven roepen van één of meer „beschutte” markten zullen voor de vrije markt minder middelen beschikbaar zijn dan bij ontbreken van dwang. Voor de beschutte markten geldt het tegendeel. Dit zal gepaard gaan met een relatief hoge rente op de vrije markt t.o.v. de rente op de beschutte markt. Afhankelijk van de resterende omvang van de vrije markt zal deze gevoeliger zijn voor schokken in het aanbod; bovendien zullen deze schokken veelvuldiger voorkomen bij wijzigingen in de mate van dwang;
- de keuze van de bestemming van beleggingsmiddelen zal niet meer door de markt plaatsvinden maar in de politieke en ambtelijke sfeer. De politieke voorkeuren zullen vaak op korte-termijnpopulariteit zijn gericht, terwijl de politici noch de ambtenaren bij uitschakeling van de markt over een criterium zullen beschikken voor de allocatie van de middelen. Gezond verstand (indien dit al prevaleert) is niet genoeg: het budgetmechanisme kan niet op tegen het marktmechanisme. Een van de stevigst gefundeerde theorema's van de economische theorie is dat een efficiënte markt als de kapitaalmarkt, gegeven de inkomensverdeling en de voorkeuren van de marktpartijen, een verdeling van de middelen tot stand brengt die de welvaart van alle betrokken marktpartijen maximaliseert. Een ander resultaat van dit deel van de economische theorie is dat als de overheid de verdeling van de middelen niet acceptabel vindt, zij veel beter inkomens- en vermogenssubsidies kan geven aan de desbetreffende sectoren dan interveniëren in de kapitaalmarkt en aldus de ene sector rantsoeneren en de andere royaal bedelen;
- een levensgroot bezwaar van beleggingsdwang is ook dat de overheid haar verantwoordelijkheid lijkt te dragen, terwijl zij haar in feite ontloopt. Als het slecht gaat met het bedrijfsleven door winstuitholling, dan lijkt beleggingsdwang, waardoor bijvoorbeeld middelen beschikbaar worden gesteld via gespecialiseerde financieringsinstituten van de overheid (zoals in sommige landen wel gebeurt), een passende en alerte reactie. De oorzaken van de slechte gang van zaken blijven echter bestaan en alleen één van de symptomen wordt bestreden. Ook in het geval van de bouw zou beleggingsdwang symptoombestrijding zijn;
- als het systeem eenmaal geëvolueerd is tot een stelsel van kunstmatig gerichte stromen, wellicht met gespecialiseerde financieringsmaatschappijen en met kunstmatige en uiteenlopende rentetarieven, dan is niet alleen het genoemde welvaartsvergroten effect van het marktmechanisme verspeeld, maar ook is volstrekt ondoorzichtig geworden wie wie subsidieert en voor welke bedragen. Noorwegen schijnt hiervan een voorbeeld te zijn en een koninklijke commissie daar heeft onderzocht hoe daarin verbetering kan worden gebracht. De resultaten zullen partiel zijn wegens de gevestigde belangen bij de bestaande circuits. Het marktmechanisme mag dan wel kil en onpersoonlijk zijn, maar het leent zich niet voor ondoorzichtige beïnvloeding zoals het alternatief dat doet.

De geld- en valutamarkt

De overheid kan, naast haar kapitaalmarktberoep, trachten de rest van het financieringstekort te dekken op de geldmarkt, d.w.z. door plaatsing van kortlopend papier. Voor zover dit papier bij het niet-bancaire publiek terecht komt, is er sprake van secundaire liquiditeit die in de plaats treedt van primaire, ofte wel geld. Voor zover het papier neerslaat bij het bankwezen — en dit is in overwegende mate het geval — kan men zich afvragen of zich hier een onschadelijke uitweg uit de financieringsproblemen opent. Het antwoord is ontkennend. De liquiditeitscreatie door de overheid, die eerder is aangemerkt als hoofdoorzaak van het tekort van de niet-monetaire sectoren op de betalingsbalans, wordt in ieder geval niet ongedaan gemaakt. Voorts hebben de banken ondanks hun verruimde kasliquiditeit geen onbeperkte behoefte aan dit papier en deze behoefte is geringer naarmate De Nederlandsche Bank een straffer geldmarktbeleid voert om de gulden op de valutamarkt in het gareel te houden.

Naarmate de kredietbehoefte van de schatkist groter is, zal het bankwezen hoe dan ook een hogere vergoeding vragen. Dit zal doorwerken op de kapitaalmarkt en de ruimte daar verminderen. In eerste aanleg heeft de binding van de kasmiddelen van het bankwezen wel een gunstig effect op de valutamarkt. Het betalingsbalanstekort (van de niet-monetaire sectoren) leidt nl. op zichzelf tot een afvloeiing van kasmiddelen en het uitgavenexcedent van het rijk tot vorming van kasmiddelen. Als die twee processen elkaar slechts opheffen, dan verandert de positie van het bankwezen noch ten opzichte van De Nederlandsche Bank, noch ten opzichte van het buitenland. Als het rijk echter schatkistpapier plaatst, dan verslechtert de positie van het bankwezen bij de Bank en is het genoopt zijn kaspositie veilig te stellen door middelen uit het buitenland aan te trekken. Voor zover dat gebeurt, lijdt De Nederlandsche Bank geen deviezenverlies als uitvloeisel van het betalingsbalanstekort en blijft druk op de gulden achterwege.

Het bankwezen kan zich echter niet onbeperkt een olopende financiering in het buitenland permitteren, zonder dat het buitenland zich gaat afvragen of de omvang van de schuld van het Nederlandse bankwezen nog wel gezond is. Daarbij gaat het niet zozeer om de gezondheid van het Nederlandse bankwezen als wel om die van de economie. Het buitenland zal nl. heel goed begrijpen dat die olopende schuld een voortdurend betalingsbalanstekort weerspiegelt.

In vier jaar tijds is de positie van het Nederlandse bankwezen omgeslagen van een netto vordering op het buitenland van een kleine f. 7 mrd. naar een tekort van f. $3\frac{1}{4}$ mrd. Als dit zo doorgaat, zullen hierbij vraagtekens worden gezet, die zich zullen uiten in een daling van de contante guldenkoers, en een nog sterkere daling van de termijnkoers van de gulden. Dit zal betekenen dat het de banken meer kost om termijndekking te vinden voor hun verplichtingen aan het buitenland. Dit betekent op zijn beurt dat de rente in Nederland zal stijgen. Ook kan zich een golf van wantrouwen voordoen, die de verlenging van het hele netto bestand aan kortlopende buitenlandse verplichtingen bij de bestaande koers van de gulden onmogelijk maakt. Daarmee kan ons land tot een volstrekt ongewenste devaluatie worden gedwongen. Een en ander betekent dat ook aan het plaatsen van schatkistpapier grenzen zijn gesteld en dat het betalingsbalanstekort dus niet mag voortduren, maar zolang dat het geval is, het tekort in grotere mate of geheel lang moet worden gefinancierd. Beide onderdelen van het recept slaan meteen terug op het financieringstekort van de overheid.

Conclusie

De conclusie uit het voorgaande is misschien teleurstellend, maar kan toch moeilijk verrassend worden genoemd. Er zijn geen geschikte financiële uitwegen om aan reële keuzen te ontkomen. Extra liquiditeitscreatie leidt tot extra inflatie en

toenemende betalingsbalanstekorten. Lenen in het buitenland brengt ons op het hellende vlak van uitstel van de noodzakelijke beslissingen, terwijl de aflossings- en renteverplichtingen steeds zwaarder op de nationale economie gaan drukken, zodat de uiteindelijke aanpassing des te groter moet zijn. Bovendien moet er zeer veel geld in het buitenland worden geleend, wil er compensatie zijn voor het wegvallen van de buitenlandse belangstelling voor de Nederlandse kapitaalmarkt.

Beleggingsdwang bedreigt de efficiency van onze economische orde en is een vorm van symptoombestrijding. Zelfs aan het lenen in het buitenland door het bankwezen moet een eind komen, wil de gulden niet in een labiele positie komen te verkeren. Het keihard trekken aan de binnenlandse kapitaal- en geldmarkt door de overheid leidt tot een rente die

hoog is in verhouding tot het buitenland en een forse aanslag op de geringe rentabiliteit van het totale vermogen van het Nederlandse bedrijfsleven. De vrees van o.m. dr. Duisenberg dat steun aan het bedrijfsleven minder effectief zou kunnen zijn dan een navenante verlaging van het financieringstekort, is dan ook legitiem.

De conclusie kan mijns inziens slechts zijn dat, welke regering wij in 1981 ook krijgen, het financieringstekort zal moeten worden verkleind als men binnen de bestaande economische orde werkelijk prioriteit wil geven aan vergroting van de werkgelegenheid door herstel van de investeringen in de marktsector, of wel door reïndustrialisatie.

P. Stek