

Hoge rentelasten en financieringsbehoeften: angst is een slechte raadgever

PROF. DR. L.F. VAN MUISWINKEL*

De voortvarendheid waarmee de regering het financieringstekort wil verlagen, brengt volgens velen de binnenlandse vraag in verdrinking. Ook de auteur van dit artikel stelt dat meer aandacht voor de binnenlandse vraag gewenst is. Hij bespreekt, ter onderbouwing van zijn stelling, twee uitgangspunten van het beleid: ten eerste dat de bestedingsstructuur ontwricht is en ten tweede dat de rentelasten en financieringsbehoeften explosief dreigen toe te nemen. De auteur is van mening dat de oorzaken van de scheefgroei in de bestedingsstructuur in de jaren zeventig inmiddels zijn weggenomen: de loonontwikkeling is gematigd, de groei van de collectieve sector is afgezwakt en de wereldhandel neemt toe. Wat de rentelastenontwikkeling en de groei van de financieringsbehoefte betreft, stelt de auteur dat redelijke criteria voor een aanvaardbare omvang ontbreken. Zelfs een matig structureel financieringstekort van 3,5% leidt, in de terminologie van de laatste Miljoenennota, tot „rampzalig“ hoge rentelasten. De auteur is het daar niet mee eens. Een geleidelijke verlaging van het financieringstekort verdient zijns inziens de voorkeur boven voortzetting van het huidige beleid.

Inleiding

Naast voldoening over de prille opleving van de Nederlandse economie bestaat er teleurstelling over de aanhoudende werkloosheid. Die teleurstelling wordt met name gevoeld omdat het werkloosheidspercentage hoger is dan in vrijwel alle andere OESO-landen en er tevens weinig uitzicht bestaat (ondanks de lichte daling van de laatste tijd) op een wezenlijke reductie van de werkloosheid binnen een redelijke termijn. Gegeven de huidige arbeidstijd, lettend op de normale stijging van de arbeidsproductiviteit en rekenend met de groei van de beroepsbevolking schiet de groeivoet van het binnenlands produkt te kort voor een substantiële vermindering van de werkloosheid.

Dat de produktie niet sneller toeneemt is, zoals bekend, het gevolg van het feit dat het volume van de totale bestedingen niet boven een groeitempo van 2 à 3% uitkomt. De goederenuitvoer (volume) neemt weliswaar naar verwacht met 5% toe in 1985, maar de nationale bestedingen laten het mede als gevolg van het gevoerde begrotingsbeleid nog te veel afweten. De Nederlandse economie zou betere groeicijfers te zien geven als de expansie van de buitenlandse vraag zou worden ondersteund door een wat sterkere aanwas van de binnenlandse vraag. Alleen dan zou er meer kans zijn de werkloosheid binnen afzienbare termijn werkelijk te verminderen.

Het moge bekend verondersteld worden dat het kabinet die weg niet wil inslaan. De argumenten die in de *Miljoenennota 1985* voor dit standpunt worden genoemd concentreren zich rond twee punten. Ten eerste wordt naar voren gebracht dat in de loop van de jaren zeventig een ontwrichting van de bestedingsstructuur optrad (de totale consumptiequote werd te hoog, de investeringsquote te laag) die een groei-ondersteunende rol van de consumptie op dit moment in de weg staat. Dit betekent tevens dat er voorshands geen impuls van enige betekenis kan uitgaan van consumptieve bestedingen op de investeringsactivi-

teit 1). Een wat gunstiger ontwikkeling van de consumptieve vraag wordt niet wenselijk geoordeeld in verband met het noodzakelijke herstel van de bestedingsstructuur.

Het tweede argument is gebaseerd op de angst voor de gevolgen van een hoog blijvend financieringstekort van de overheid op wat langere termijn. De toekomstige rentelasten en aflossingsverplichtingen nopen tot een snelle vermindering van dit tekort. Een wat grotere ruimte voor de consumptieve vraag zou dat onmogelijk maken. Naar de mening van het kabinet blokkeren die hoge rentelasten en aflossingsverplichtingen deze weg.

Beide argumenten geven ons aanleiding tot het maken van enkele opmerkingen.

De verbetering van de bestedingsstructuur

Met de conclusie dat er in de jaren zeventig een verkeerde bestedingsstructuur is gegroeid zal men kunnen instemmen. De consumptiequote liep, ook in vergelijking met andere landen, te hoog op; de investeringsquote kwam op een te laag niveau terecht. Een verbetering van de bestedingsstructuur wordt bereikt wanneer het accres van het volume van de totale consumptie enige tijd achterblijft bij het tempo van de economische groei en bij het stijgingspercentage van het volume van de investeringen.

Dit wil echter niet zeggen dat de gemiddelde procentuele mutatie van het volume van de totale consumptie in de jaren 1982 tot en met 1985 op nul zou moeten uitkomen en de consumptiegroei in 1985 tot 1% beperkt zou moeten blijven 2). Immers, nu

* Hoogleraar Openbare Financien aan de Vrije Universiteit.

1) Zie *Miljoenennota 1985*, blz. 29.

2) Zie *Miljoenennota 1985*, blz. 14.

stijgen de bruto investeringen in vaste activa van bedrijven reeds met 4 (1984) à 5% (1985), uitsluitend op grond van de ontwikkeling van de export. Zouden ze ook nog gedragen worden door een wat meer florissante gang van zaken bij de consumptie dan zou een hogere stijging van de investeringen worden gerealiseerd. In ieder geval zou ook een volumegroei van de consumptie die duidelijk achterblijft bij het accres van de investeringen, dus van b.v. 2 à 2,5% (i.p.v. 1%) tot verbetering van de bestedingsstructuur leiden. Een iets vrijere teugel voor de consumptie zou er, samen met de daardoor uitgelokte sterkere opleving van de investeringen, tevens toe leiden dat het volume van de totale afzet in 1985 met meer dan de thans verwachte 2,5% zou gaan stijgen.

Wanneer men de Miljoenennota leest ontkomt men niet aan de indruk dat iedere gedachte aan een lichte stimulering van de consumptie wordt weggedrukt door de slechte ervaringen die er in de jaren zeventig mee werden opgedaan. In die jaren was een hoge consumptiegroei inderdaad niet bij machte de sterk teruggevallen economische groei duurzaam op te vijzelen 3). Thans is de situatie echter een geheel andere. In tegenstelling tot de jaren zeventig trekt de wereldhandel weer wat aan. Daarnaast is de loonontwikkeling in Nederland gematigd, waardoor de loonkosten per eenheid product een dalende tendens vertonen en een betere ontwikkeling laten zien dan in het buitenland. Mede daardoor wordt terreinwinst op de wereldmarkten geboekt. Bovendien is de groei van de collectieve sector tot staan gebracht en zijn afwentelingsmechanismen afgezwakt. De winstpositie van het bedrijfsleven is in herstel en verschillende verstarringen, koppelingen e.d. zijn ongedaan gemaakt. Tegen deze achtergrond kunnen van een lichte stimulering van de consumptie nu wel enige ondersteuning van de groei worden verwacht.

Men kan het ook zo uitdrukken dat de overmatige stijging van de reële lonen en de onbeheerste groei van de collectieve sector naast het inzakken van de wereldhandel in de jaren zeventig de oorzaken vormden van de teleurstellende ontwikkeling van de Nederlandse economie. Ook de snelle stijging van de consumptie in die tijd moet als het gevolg van de verkeerde ontwikkeling van de reële lonen en de uitgaven van de collectieve sector worden gezien. Zolang de oorzaken (loonontwikkeling, groei collectieve sector en inzakken wereldhandel) niet werden weggenomen konden van de consumptiegroei (zelf gevolg van een verkeerde ontwikkeling) geen positieve effecten worden verwacht.

Thans liggen de zaken anders. De schadelijke oorzaken zijn voor een groot gedeelte verdwenen en dit betekent dat men over een lichte stimulering van de consumptie anders kan denken dan voorheen. Met opzet wordt over een lichte stimulering van de consumptie gesproken; van een te wilde groei van de consumptie mag uiteraard geen sprake zijn.

De rentelasten en de financieringsbehoefte

In de *Miljoenennota 1985* wordt erop gewezen dat het financieringstekort van het rijk omlaag dient te worden gebracht – en liefst zo snel mogelijk ten einde de rentelasten van het rijk uitgedrukt in procenten van het nationale inkomen niet tot een rampzalige hoogte te laten oplopen. Een en ander zou, uitgaande van een stabiel te houden belastingdruk en een niet verder oplopend financieringstekort, leiden tot verdringing van niet-renteuitgaven. Evenzo wordt betoogd dat een snelle daling van het financieringstekort noodzakelijk is om de omvang van de financieringsbehoefte van het rijk (de som van financieringstekort en aflossingen op gevestigde staatschuld) in procenten van het nationale inkomen binnen redelijke grenzen te houden. Bij dit betoog kunnen twee opmerkingen worden gemaakt.

In de eerste plaats kan de vraag worden gesteld of het wel mogelijk is aan te geven wat een aanvaardbare rentelast en een haalbare financieringsbehoefte is. Alleen wanneer men deze vraag redelijk exact kan beantwoorden zal men eventueel op grond van dreigende overschrijdingen van boven iedere twijfel verheven grenzen op dit terrein over mogen gaan tot het snel verminderen van het financieringstekort. Het is opvallend dat in de *Miljoenennota 1985* geen pogingen worden ondernomen normen te formuleren voor aanvaardbare rentelasten en haalbare financieringsbehoefte. Men komt niet verder dan te zeggen dat de ren-

telasten en de financieringsbehoefte in de toekomst hoger zullen uitkomen dan thans het geval is. Daarmee is nog niet bewezen dat ze significant te hoog zullen worden.

Een tweede opmerking heeft betrekking op de consequenties op lange termijn van het aanvaardbare structurele financieringstekort. Zoals bekend, geldt hier als norm dat het structureel financieringstekort behoort te zijn afgestemd op het wenselijk peil van sparen en investeren in de overige sectoren van de economie, rekening houdend met een bepaald nagestreefd overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. Wanneer men zich strikt zou houden aan deze norm voor het financieringstekort leidt dit tot bepaalde rentelasten en aflossingsverplichtingen. Ook als de rentelasten en financieringsbehoefte die behoren bij het structureel aanvaardbare financieringstekort, hoog oplopen bij voorbeeld als gevolg van gewijzigde omstandigheden op de kapitaalmarkt, zich uitend in stijgende rente en dalende looptijden van staatsleningen, mag als reactie daarop nooit gepoogd worden het financieringstekort terug te dringen tot onder het structureel aanvaardbare niveau. Dat zou immers betekenen dat de kringloop permanent in deflatoire richting doorbroken wordt. Onderbezetting van de productiecapaciteit zou het gevolg zijn.

De rentelasten

Via de bekende wegen kan worden afgeleid dat op lange termijn de rentelasten uitgedrukt in het nominale nationale inkomen tenderen naar de volgende evenwichtswaarde 4):

$$\left(\frac{R}{Y}\right)^e = \frac{a \cdot r}{g} \quad (1)$$

waarin:

R = rentelasten;

Y = het nominale nationale inkomen;

a = het financieringstekort in procenten van Y;

g = de groeivoet van het nominale nationale inkomen;

r = rente op overheidsobligaties.

Wanneer voor het rijk wordt uitgegaan van een structureel aanvaardbaar financieringstekort van 3,5% van het nominale nationale inkomen en gerekend wordt met een structurele groei van het nominale nationale inkomen van 4% dan ontstaan op den duur de volgende rentelasten:

Rentestand	Rentelasten in procenten van nationaal inkomen
6	5,25
7	6,13
8	7,0
9	7,88

Opgemerkt zij dat de in de tabel genoemde rentestanden gedacht zijn als rentestanden die de resultante vormen van vraag- en aanbodverhoudingen op de kapitaalmarkt waarop de overheid een normaal beroep doet, d.w.z. afgestemd op het spaaroverschot van de overige sectoren in de economie. Van een eventueel oprijvend effect op de rente van een overmatig financieringstekort is dan geen sprake.

Het niveau van de in de rechterkolom genoemde rentelasten wordt in de *Miljoenennota 1985* voorzien van het predikaat „rampzalig”, daar deze rentelasten hoger uitkomen dan de toch al hoog geachte 4,9% van het nationale inkomen die ze in 1984

3) Zie *Miljoenennota 1985*, blz. 15.

4) Zie M. van Nieuwkerk, N.P. Driesprong en A.C.J. Stokman, Financieringstekort, financieringsbehoefte en rentelasten van het rijk, *ESB*, 1 december 1982, blz. 1278-1279.

vormen 5). Naar onze mening wordt het woord rampzalig te snel gebruikt. De tabel laat immers zien welke rentelasten horen bij een „keurig” financieringstekort van het rijk (3,5% van het nationale inkomen) uitgaande van rentestanden die niet uitzonderlijk genoemd kunnen worden. Die rentelasten zijn eenvoudig het gevolg van een normaal en noodzakelijk financieringstekort van het rijk bij rentestanden die zonder door de overheid te zijn opgedreven, op de kapitaalmarkt tot stand kunnen komen bij een veronderstelde groeiwoet van het nationale inkomen van 4%. In de *Miljoenennota 1985* toont men zich met name beducht voor de verdringing van niet-rente-uitgaven van het rijk bij oplopende rentelasten. Inderdaad leiden stijgende rentelasten bij een gestabiliseerde belastingdruk tot verdringing van niet-rente-uitgaven indien men het financieringstekort niet wil laten groeien.

Als echter op goede gronden is gekozen voor een zeker structureel aanvaardbaar financieringstekort (b.v. 3,5% van het nationale inkomen) en wanneer gerekend moet worden met een bepaalde lange-termijngroeiwoet van het nationale inkomen, dan zal men de logische consequenties daarvan moeten aanvaarden. Veranderingen van de rente op de kapitaalmarkt hebben een wisselende ruimte voor de niet-rente-uitgaven tot gevolg indien de belastingdruk constant wordt gehouden. Dit is niets bijzonders. Bij stijgende rente wordt die ruimte kleiner en bij dalende rente groter. Een wisselende ruimte voor de niet-rente-uitgaven mag geen verkeerde reactie oproepen, b.v. in de vorm van een geforceerd verlagen van het financieringstekort bij dreigende verkleining van de ruimte voor de niet-rente-uitgaven. Een deflatoire doorbreking van de kringloop mag er in ieder geval niet door worden uitgelokt.

Naar aanleiding van de verdringing van niet-rente-uitgaven moet trouwens nog een opmerking worden gemaakt. Wanneer men een doorbreking van de huidige verdeling van de rijksuitgaven over rente-uitgaven en niet-rente-uitgaven ongewenst vindt en daardoor komt tot een geforceerde terugdringing van het financieringstekort is men kennelijk van oordeel dat de huidige samenstelling van de rijksuitgaven de juiste is. Men verheft die samenstelling tot norm. Naar onze mening is dat laatste moeilijk te verdedigen. In ieder geval ontbreekt in de *Miljoenennota 1985* een betoog dat aantoont dat de huidige verdeling binnen de totale rijksuitgaven tussen rente-uitgaven en niet-rente-uitgaven de enig juiste is.

Tot nu toe werden de consequenties besproken van een financieringstekort dat structureel op 3,5% van het nationale inkomen wordt gehouden. Het huidige financieringstekort van het rijk ligt aanzienlijk boven dit niveau en dat komt niet louter door conjuncturele factoren. Dat het financieringstekort tot een aanvaardbaar niveau moet worden teruggedrongen, daar is een ieder het wel over eens. Het voorgaande is bepaald niet bedoeld daar iets aan af te doen. Wel wil ermee gezegd zijn dat het terugdringen van het financieringstekort verdedigd moet worden met het argument dat het tekort thans aanzienlijk uitgaat boven wat structureel aanvaardbaar is en niet uit angst voor te hoge rentelasten. Als er wat minder angst bestond voor hoge toekomstige rentelasten, zou de weg openliggen voor een wat geleidelijker vermindering van het financieringstekort.

De financieringsbehoefte

In de *Miljoenennota 1985* wordt de mening uitgesproken dat het min of meer geleidelijk terugdringen van het financieringstekort eveneens onaanvaardbaar is op grond van de daaruit op latere momenten voortvloeiende financieringsbehoeften (financieringstekort plus aflossingen) die de overheid zouden noodzaken niet te honoreren claims op de kapitaalmarkt te leggen. Voor de zogenoemde variant B (geleidelijker terugdringen van het financieringstekort) worden de volgende financieringsbehoeften, in procenten van het nationale inkomen, berekend voor de komende jaren:

- 1987 11,0;
- 1990 13,1;
- 1993 14,5.

Uit angst voor die toekomstige financieringsbehoeften moet – aldus de *Miljoenennota 1985* – het financieringstekort snel

ler worden teruggedrongen dan het geval is bij variant B. Ook nu moet weer de vraag gesteld worden: wanneer moet een financieringsbehoefte onaanvaardbaar hoog genoemd worden? Anders gezegd, welke financieringsbehoefte van het rijk kan door de kapitaalmarkt maximaal worden gedekt? Het antwoord op deze vragen kan niet met stelligheid worden gegeven. De conclusie dat het financieringstekort thans zo snel mogelijk moet worden verkleind ten einde te voorkomen dat de overheid in de toekomst niet te honoreren claims op de kapitaalmarkt zal moeten leggen, mag dan ook niet te haastig worden getrokken.

Wel kan worden gezegd dat de financieringsbehoefte van het rijk, uitgedrukt in procenten van het nationale inkomen, afhangt van de hoogte van het financieringstekort, van de groeiwoet van het nationale inkomen en van de looptijd van de staatsleningen. Wanneer wordt uitgegaan van een constante omvang van het financieringstekort in procenten van het nationale inkomen, van een vaste groeiwoet van het nationale inkomen en van een bepaalde, onveranderlijke looptijd van staatsleningen, geldt voor de evenwichtswaarde op lange termijn van de financieringsbehoefte uitgedrukt in het nationale inkomen:

$$\left(\frac{FB}{Y}\right)^e = \frac{a}{1 - \frac{1}{(1+g)^t}} \quad (2)$$

waarin:

t = de looptijd van staatsleningen;

FB = de financieringsbehoefte.

Bij een structureel aanvaardbaar financieringstekort van het rijk ter grootte van 3,5% van het nationale inkomen en bij een permanente groeiwoet van het nationale inkomen van 4% komt de financieringsbehoefte, rekenend met de thans gebruikelijke looptijden van staatsleningen, volgens vergelijking (2) op den duur uit op:

Looptijd	Financieringsbehoefte in procenten van het nationale inkomen
6 jaar	16,7
7 jaar	14,6

De bovengenoemde financieringsbehoeften zijn hoger dan die bij variant B. Toch mag men ze niet onaanvaardbaar noemen als de looptijd van 6 à 7 jaar aansluit bij de wensen van de beleggers. Het gaat immers om financieringsbehoeften die de consequentie vormen van financieringstekorten die afgestemd zijn op de normale voor het rijk op de kapitaalmarkt beschikbare ruimte (het spaaroverschot van de overige sectoren rekening houdend met een gewenste uitkomst van de lopende rekening van de betalingsbalans), terwijl wat de looptijden betreft wordt ingespeeld op de marktverhoudingen.

Dat desondanks de laatstgenoemde financieringsbehoeften velen hoog zullen voorkomen, is uiteraard het gevolg van de omstandigheid dat in het verleden met lagere financieringsbehoeften mocht worden gerekend, met name doordat de looptijden van staatsleningen in die tijd aanmerkelijk langer waren en de groeiwoet van het nationale inkomen hoger lag. We zullen ons echter moeten realiseren dat, wanneer die groeiwoet voorlopig aan de lage kant blijft en de looptijden van staatsleningen in de komende tijd niet veel langer worden dan 6 à 7 jaar, zelfs aan

(vervolg op blz. 278)

5) In de *Miljoenennota 1985* (blz. 43) wordt hierover het volgende gezegd: „Wat de rentelasten van de overheid betreft, maken de becijferingen duidelijk dat zelfs bij een snelle tekortreductie (scenario A) deze lasten de eerstkomende jaren nog zullen blijven oplopen en dat ze, gemeten als percentage van het nationale inkomen, in de rest van de jaren tachtig boven het niveau van 1984 zullen blijven uitgaan. Maar bij een geleidelijke tekortreductie (scenario B), laat staan bij het afzien van tekortreductie (scenario C), is het perspectief nog aanzienlijk rampzaliger”.

(vervolg van blz. 270)

aanvaardbare financieringstekorten van het rijk (3,5% van het nationale inkomen) betrekkelijk hoge financieringsbehoeften verbonden zijn.

Deze laatste mogen echter geen aanleiding geven tot het geforceerd terugdringen van het financieringstekort. Het huidige financieringstekort is hoger dan het structureel aanvaardbare en zal daarom moeten worden teruggebracht tot een lager niveau. Een verwijzing naar gevreesde overmatige financieringsbehoeften moet daarbij achterwege blijven. Ook mag de angst voor hoge financieringsbehoeften niet leiden tot het afwijzen van een beleid (zoals variant B) waarbij het financieringstekort geleidelijker wordt verlaagd.

Conclusies

De angst voor hoge toekomstige rentelasten en financieringsbehoeften van het rijk staat op dit moment een beleid dat iets meer ruimte geeft aan de binnenlandse bestedingen, in de weg. Men kan zich afvragen of die angst niet wordt overdreven en tot verkeerde reacties leidt zoals het te snel terugdringen van het financieringstekort. Daarbij moet worden bedacht dat ook wan-

neer het financieringstekort van het rijk niet uitgaat boven het structureel aanvaardbare niveau er bij de huidige trage groei van het nationale inkomen en de betrekkelijk korte looptijden van staatsleningen rentelasten en financieringsbehoeften uit de bus komen die hoger zijn dan waaraan we tot voor kort gewend waren. Deze rentelasten en financieringsbehoeften bij een aanvaardbaar financieringstekort van het rijk gaan op den duur zelfs nog uit boven de uitkomsten van een beleid dat het huidige hoge financieringstekort iets geleidelijker zou terugdringen (variant B). Ten slotte zij nog opgemerkt dat, wanneer men toch problemen blijft zien in de hoge rentelasten en financieringsbehoeften die zich als gevolg van de lage groei van het nationale inkomen en de korte looptijden zelfs bij een structureel aanvaardbaar financieringstekort op den duur voordoen, de reactie daarop in ieder geval niet moet bestaan uit een deflatoire doorbreking van de kringloop. Het verdient dan de voorkeur te trachten de economische groei op een hoger peil te brengen, b.v. door binnen de overheidsuitgaven een groter accent te leggen op groeibevorderende uitgaven. De rentelasten en de financieringsbehoeften, beide uitgedrukt in procenten van het nationale inkomen, kunnen dan op den duur op een lager niveau uitkomen.

L.F. van Muiswinkel