



De Miljoenennota 1983: de ontsporing van het financieringstekort

DRS. C. VAN DER POT*

Inleiding

Voor het tweede achtereenvolgende jaar heeft een demissionair kabinet de begroting ingediend. Het demissionaire karakter van het kabinet-Van Agt III heeft er evenwel niet toe geleid dat er thans een technische begroting voor ons ligt. Het tempo waarin de toestand van de overheidsfinanciën verslechtert heeft het kabinet genoopt om ondanks zijn demissionaire status diep in te grijpen in de begroting. Het kabinet stelt in de Miljoenennota terecht dat het centrale punt in het beleid voor de komende jaren zal moeten zijn: het weer op het goede spoor zetten van de ontregelde overheidsfinanciën 1).

De navolgende beschouwing zal zich concentreren op de gevolgen van deze ontsporing van de overheidsfinanciën voor de ontwikkelingen op de kapitaalmarkt.

Het financieringstekort 1982

De thans voor ons liggende Miljoenennota toont inzake de beheersbaarheid van de collectieve uitgaven een onthutsend beeld. Het financieringstekort voor 1982 van het rijk werd ten tijde van de *Miljoenennota 1982* geraamd op f. 15,8 mrd. (4,8% van het nationale inkomen). De huidige raming van het financieringstekort voor 1982 van het rijk belooft echter een bedrag van f. 27,9 mrd. (8,5% van het nationale inkomen) 2). Het financieringstekort van het rijk stijgt dus in een jaar met maar liefst ruim 76%.

Opmerkelijk is daarnaast het feit, dat het financieringstekort van de lagere overheid niet is gestegen, dit ondanks de toegenomen uitgaven van de gemeenten welke niet of slechts ten dele door het rijk worden vergoed (bij voorbeeld de bijstandsuitkeringen welke voor 10% door de gemeenten zelf moeten worden bekostigd).

De toename van het financieringstekort van het rijk in 1982 is het gevolg geweest van stijgende uitgaven (o.a. t.g.v. rente en werkloosheid) enerzijds en sterk bij de ramingen achterblijvende inkomsten (aardgas) anderzijds, welke onvoldoende werden gecompenseerd door de tussentijdse ombuigingen 3).

Zo concludeert de Studiegroep Begrotingsruimte in haar interimrapport, dat ondanks tal van ombuigingsoperaties tus-

sen 1976 en 1982 er geen sprake is geweest van een reële verlaging van de overheidsuitgaven t.o.v. de eerdere meerjarenramingen 4).

Het financieringstekort 1983

In de Miljoenennota constateert de regering terecht dat een financieringstekort voor de gehele overheid van meer dan 10% van het nationaal inkomen onaanvaardbaar hoog is. Tevens constateert de regering dat het verder oprekken van het financieringstekort een weg is die dood loopt. De structureel sterk verslechterde financiële positie van het rijk leidt er echter toe dat ondanks de aangekondigde ombuigingen ten bedrage van maar liefst f. 13 mrd. in één jaar tijd, het financieringstekort van het rijk in 1983 opnieuw zal oplopen tot ruim f. 31 mrd. Hierbij dient aangetekend te worden, dat de onzekerheden aan zowel de inkomsten- als de uitgavenkant van de begroting zeer groot zijn.

Zo roept het kabinet bij voorbeeld de sociale partners op „om het voorbeeld van de overheid bij de matiging van de inkomens in de collectieve sector in het bedrijfsleven te volgen” 5). Volgens de directeur-generaal van de Rijksbegroting leidt een daling van de loonsom met één procent tot een belastinguitval van ruim f. 530 mln. 6), hetgeen niet in de huidige belastingramingen is verwerkt. Daarnaast kan, gezien de ervaringen in het verleden, eraan getwijfeld worden of de aangekondigde ombuigingen ten volle zullen worden gerealiseerd.

De gevolgen van het hoge financieringstekort voor de uitgaven in de toekomst

De hoge financieringstekorten van de overheid leiden, in combinatie met een lage (nominale) groei van het nationaal inkomen, tot een explosieve groei van de rentelasten in verhouding tot de groei van de inkomsten.

De in hoofdstuk 2.6 van de Miljoenennota gemaakte berekeningen met betrekking tot de rente- en aflossingsverplichtingen geven een zorgwekkend beeld in deze. Zelfs in het meest optimistische scenario, waarbij het financieringstekort wordt teruggebracht tot 4% van het nationaal inkomen, stijgen de rentelasten in de periode

1982 tot en met 1986 gemiddeld met 17,7% per jaar. Het terugbrengen van het financieringstekort tot 4% in 1986 vergt dan wel een extra ombuiging van ca. f. 11 mrd. per jaar (in gulden van 1983), waarbij geen tegenvallers of beleidsintensiveringen zijn verondersteld. Het aldus terugbrengen van het financieringstekort met 2 1/3% van het nationaal inkomen per jaar moet dan ook welhaast als onmogelijk worden beschouwd. De regering zelf schijnt dit ook in te zien, blijkens de meerjarenraming voor de rentelasten welke gelijk is aan een tweede variant. In die tweede variant wordt berekend hoe de rente- en aflossingsverplichtingen van de staatsschuld zich in de toekomst ontwikkelen indien het financieringstekort niet wezenlijk wordt teruggedrongen. In dit geval zullen de rente- en aflossingsverplichtingen in de toekomst zeer snel stijgen. Zo wordt becijferd dat alleen al de rentelasten in 1990 ruim 20% van de rijksuitgaven zullen opslokken. Alleen al op grond van deze ontwikkeling moet worden geconcludeerd, dat het terugdringen van het financieringstekort alerhoogste prioriteit verdient.

De financierbaarheid van het tekort

Het oplopen van het financieringstekort heeft geleid tot een enorme stijging van het beroep van de overheid op de kapitaalmarkt. Om een dergelijk beroep mogelijk te maken heeft de overheid echter wel een veelheid van concessies moeten doen aan de aanbieders op de kapitaalmarkt. De ontsporing van het financieringstekort uit zich o.a. in de leningsvoorwaarden die het rijk moet bieden om voldoende belangstelling voor de door haar geëmitteerde leningen te verkrijgen.

De stijging van het financieringstekort in het verleden heeft het rijk voor de dekking van het tekort op de kapitaalmarkt sterker afhankelijk gemaakt van de mate van inschrijving op staatsleningen door buitenlandse beleggers. Het rijk heeft op de voorwaarden van deze beleggers ingespeeld door de looptijd van zijn leningen te verkorten. Medio 1981 kwam het rijk zelfs met een dubbele lening uit, waarvan één helft duidelijk bedoeld was voor de buitenlandse beleggers. Het grote overschot op de lopende rekening dat voor 1982 en 1983 wordt verwacht, zal de afhankelijkheid van buitenlandse beleggers wel kunnen verminderen.

* De auteur is medewerker van het Economisch Bureau van de Amro-bank. Het artikel is geschreven à titre personnel.

1) *Miljoenennota 1983*, blz. 7.

2) De *Miljoenennota* is hierbij niet consistent. Tabel 6.1.3. op blz. 72 vermeldt een tekort van f. 27,9 mrd. terwijl tabel 4.5.1. van bijlage 4 op blz. 116 een tekort raamt van f. 28,1 mrd.

3) Zie voor een overzicht van de mee- en tegenvallers tot en met de Voorjaarsnota het artikel van A. G. Haselbekke en M. P. van der Hoek, *Pres(en)tatie zwakke stee in de Voorjaarsnota 1982*, *ESB*, 14 juli 1982.

4) *Miljoenennota 1983*, bijlage 7.

5) *Miljoenennota 1983*, blz. 48.

6) L. C. J. C. M. le Blanc in een interview in het *NRC Handelsblad* van 21 september 1982.

In september 1981 volgde een emissie waarbij de belegger de keuze werd gelaten t.a.v. de looptijd. Na afloop van de aflossingsvrije periode mag de houder van de obligatie zelf opteren voor een verlenging van de looptijd tegen ongewijzigde rentecondities. Deze constructie werkt altijd ten nadele van de debiteur, in casu de staat. Immers, indien de rentestand op de kapitaalmarkt op het moment van de keuze lager is dan de couponrente van de obligatie, zal de belegger opteren voor looptijdverlenging. Is de vigerende kapitaalmarktrente echter hoger, dan zal de belegger niet kiezen voor verlenging. De staat zal dus in beide gevallen slecht uit zijn. Dank zij deze aantrekkelijke voorwaarden is het tot nu toe gelukt om de financieringshonger van de staat op de kapitaalmarkt te stillen. Het gevolg hiervan is echter wel dat het beroep van de overheid uitgedrukt als percentage van het binnenlandse kapitaalmarkt aanbod is gestegen van 18 in 1973, tot 63 in 1981 7).

Daarnaast worden er jaarlijks grote bedragen aangetrokken t.b.v. (rijksgegarandeerde) woningbouw en t.b.v. de lagere overheid. De op blz. 25 van de Miljoenennota getrokken conclusie dat „buiten de overheid en de woningbouw nauwelijks nog vermogen beschikbaar komt voor de financiering van produktieve investeringen” is dan ook volkomen terecht. Het openbare beroep van het rijk op de kapitaalmarkt lijkt momenteel op het maximaal haalbare te staan. De storting op de laatste staatslening is nog niet geschied, of er wordt al weer een nieuwe emissie aangekondigd. Van het totale bedrag aan openbare emissies in het eerste halfjaar van 1982 nam het rijk bijna 80% voor zijn rekening.

Tabel 1. Openbare emissies van het rijk

	1977	1978	1979	1980	1981	1982a)
Bedrag (in mrd. gld.)....	2,1	3,2	3,9	7,3	11	9,3
Procentueel aandeel....	36,9	45,0	51,3	64,2	71,6	79,7

a) Storting eerste helft 1982.

Bron: CBS, Statistisch Bulletin.

Uit de tabel blijkt de enorme stijging van het openbaar beroep van het rijk op de openbare kapitaalmarkt. Zo is het beroep in het eerste half jaar van 1982 al bijna even hoog als het (record)beroep in geheel 1981.

Ten einde aan de groeiende behoefte in financieringsmiddelen te voorzien, is het rijk sinds 1976 ook actief op de onderhandse markt. Het onderhandse beroep in 1981 ruim f. 7,5 mrd. Het onderhandse beroep in de eerste helft van 1982 is ca. f. 0,5 mrd. achtergebleven bij het beroep in de eerste helft van 1981.

De Miljoenennota schrijft deze teruggang t.o.v. 1981 toe aan het grote beroep van het rijk in de tweede helft van 1981, waardoor de institutionele beleggers dermate voorbelegd waren dat het aanbod moeilijk op gang kwam. Een mogelijk alternatieve verklaring is echter dat het succes van de staat op de openbare markt — begin maart bracht een staatslening een re-

cordbedrag op van f. 2.800 mln. — midden heeft weggezogen uit de onderhandse markt met als consequentie dat op de onderhandse markt de middelen minder ruim voorhanden waren.

De dekking van het financieringstekort 1982

De dekking van het financieringstekort 1982 is nog geheel niet rond. De regering schat de resterende behoefte aan lange middelen in 1982 op een bedrag van f. 6,9 mrd. De dekking van het tekort is in tabel 2 weergegeven.

Tabel 2. Financieringstekort op kasbasis (in mrd. gld.)

Financieringstekort.....	28,1
Aflossingen gevestigde schuld.....	4,0
	32,1
Gerealiseerd bruto kapitaalmarktberoep met storting in 1982:	
— voorinschrijfrekening a).....	4,1
— op de openbare markt gecontracteerd b).....	14,3
— op de onderhandse markt gecontracteerd b).....	5,6
	24,0
Netto plaatsing van schatkistpapier b) c).....	1,2
Resterende behoefte aan dekkingsmiddelen....	6,9

a) Raming voor geheel 1982.

b) Tot en met 31 augustus.

c) Gerekend met de aflossingen in het gehele jaar.

Bron: Miljoenennota 1983, tabel 4.5.1, blz. 116.

In de Miljoenennota wordt erkend dat de resterende behoefte aan lange middelen in de rest van 1982 erg groot is. Men stelt dan ook dat „gegeven de doelstelling ten aanzien van de monetaire financiering, een zeer groot beroep op de kapitaalmarkt nodig zal zijn. Dit beroep wordt nagestreefd door zowel de frequentie als de omvang van het beroep op de openbare kapitaalmarkt tot het uiterste op te voeren” 8). Het bovenstaande citaat uit de Miljoenennota bewijst eens te meer dat het beleid dat de regering met de mond voert — zoals bij voorbeeld ruimte scheppen voor investeringen door het bedrijfsleven — conflicteert met haar daden om het uit de hand gelopen financieringstekort te dekken.

Bij tabel 2 zijn enkele kanttekeningen te maken:

- de raming van de voorinschrijfrekening is tamelijk optimistisch. De thesauriengeneraal van het Ministerie van Financiën heeft onlangs gesteld dat de opbrengst uit hoofde van de voorinschrijfrekening (VIR) dit jaar kleiner zal zijn dan die in 1981 9). In 1981 bedroeg de opbrengst van de VIR f. 4 mrd., zodat de huidige raming van de VIR voor 1982 naar alle waarschijnlijkheid te optimistisch is;
- in dezelfde rede gaf Korteweg tevens aan dat het onderhandse beroep van het rijk in nominale bedragen achterblijft bij dat van vorig jaar. In 1981 bedroeg het onderhandse beroep ruim f. 7,5 mrd., zodat voor 1982 volgens een voorzichtige schatting nog maximaal f. 1,5 à 2,0 mrd. onderhands kan worden aangetrokken.

Er resteert derhalve nog een te financieren bedrag van minimaal f. 5,5 mrd. Om dit bedrag te dekken zijn in 1982 nog maximaal drie openbare emissies, waarbij de storting in 1982 plaatsvindt, mogelijk. Volledige dekking zal naar alle waarschijnlijkheid niet mogelijk blijken. Daar in het financieringsplaatje al een bedrag van f. 1,2 mrd. monetaire financiering zit verwerkt, leidt dit er toe dat de monetaire financiering in 1982 hier belangrijk boven uit kan komen. Het is dan ook nog lang niet zeker of de doelstelling ten aanzien van de monetaire financiering, zoals die in december 1980 is afgesproken met De Nederlandsche Bank, zal worden gehaald. Deze afspraak voorziet in een monetaire financiering van het rijk voor 1982 welke belangrijk zou achterblijven bij het voor 1981 toegestane bedrag van f. 2,5 mrd.

De dekking van het financieringstekort 1983

De dekking van het financieringstekort in 1983 op de kapitaalmarkt zal grote problemen gaan ondervinden. De afspraak tussen De Nederlandsche Bank en de minister van Financiën van 1980 voorziet voor 1983 in het afzien van monetaire financiering door de overheid. Bij een verwacht financieringstekort voor 1983 van het rijk van f. 31,2 mrd. en een aflossingsverplichting van f. 4 mrd. bedraagt de financieringsbehoefte van het rijk in 1983 f. 35,2 mrd. De door het CPB voorspelde verdere stijging van het overschot op de lopende rekening zal leiden tot een ruimer aanbod op de kapitaalmarkt. Deze verruiming weegt echter niet op tegen de gestegen financieringsbehoefte van het rijk, zodat moet worden geconcludeerd dat het rijk volgend jaar een deel van het tekort monetair zal moeten financieren.

De grote vraag naar kapitaalmarkt middelen van het rijk in 1983 zal geen impuls geven tot een verdere daling van de lange rente. De voor 1983 verwachte rentedaling vanuit het buitenland kan door deze binnenlandse factor worden afgeremd.

De monetaire ontwikkelingen

De ontwikkeling van de liquiditeiten-massa in 1982 wordt voor een belangrijk deel beheerst door het spectaculaire overschot op de lopende rekening. Het Centraal Planbureau voorspelt voor 1982 een overschot van f. 14 mrd. en voor 1983 een overschot van f. 19 mrd., terwijl het overschot in 1981 f. 8,2 mrd. bedroeg. Deze grote overschotten op de lopende rekening leiden tot een omvangrijke toestroom van liquiditeiten vanuit het buitenland. Deze toestrooming van liquiditeiten wordt deels gecompenseerd door een uitstroming uit hoofde van een tekort bij het kapitaalver-

7) Miljoenennota 1983, blz. 25.

8) Miljoenennota 1983, blz. 26.

9) P. Korteweg in een rede ter gelegenheid van het „Open huis beleggingen” van het ABP op 20 augustus 1982.

keer. Het tekort op de kapitaalrekening compenseert het overschot op de lopende rekening echter niet volledig, zodat per saldo liquiditeiten het land binnenstromen.

De liquiditeitstoevoer uit het buitenland bedroeg in 1981 f. 3,8 mrd. In het eerste halfjaar van 1982 bedroeg de toevoer f. 3,7 mrd. 10). Deze toevoer van liquiditeiten betekent een forse toename van de liquiditeitenmassa.

Daarnaast maakt het grote financieringstekort het waarschijnlijk dat de liquiditeitscreatie door de overheid in 1983 wederom omvangrijk zal zijn. Daar staat tegenover dat de liquiditeitscreatie door het bankwezen volgend jaar gering zal zijn. Hiervoor is een aantal redenen te noemen:

- de afname van de inflatie leidt tot een geringere groei in de kredietverlening;
- de kredietnemers streven er primair naar om de scheefgegroeide vermogensverhoudingen te saneren;
- de grotere selectiviteit van de banken bij de kredietverlening i.v.m. de toegenomen risico's.

Al met al zal door de grotere monetaire financiering door de overheid en de omvangrijke invoer van liquiditeiten uit het buitenland, de liquiditeitenmassa vermoedelijk wat sterker toenemen dan het nationaal inkomen, zodat met enige stijging van de liquiditeitsquote rekening moet worden gehouden.

Conclusie

Het financieringstekort van het rijk is thans zo hoog opgelopen dat de financierbaarheid ernstig in het gedrang komt. Daarnaast zal de huidige omvang van het tekort in de nabije toekomst een zodanige claim op de beschikbare (overheids)middelen leggen dat de overheidsuitgaven door de sterk gestegen rentelasten onder zware druk komen te staan. Voor het gezond maken van de economie is eerst en vooral nodig dat bij de overheidsfinanciën orde op zaken wordt gesteld. Het terugbrengen van het financieringstekort is een eerste vereiste, hoe pijnlijk de ingrepen ook zijn.

C. van der Pot

10) Niet voor het seizoen gecorrigeerd. Ter vergelijking: de toevoer van liquiditeiten vanuit het buitenland bedroeg in de eerste helft van 1981 f. 2,7 mrd., CBS, *Statistisch Bulletin*.