

Financieringstekorten en hun gevolgen

Van kwaad tot erger?

MR. R. J. NELISSEN*

De aanzienlijke mate waarin het financieringstekort de laatste jaren de ramingen heeft overschreden is voor een deel op rekening van de conjunctuur te schrijven, maar bevat daarnaast ook een structurele component. De overheid lijkt zich in de praktijk weinig gelegen te laten liggen aan de regels die aan het begrotingsbeleid ten grondslag liggen. In dit artikel worden de gevaren besproken die aan een dergelijke handelwijze zijn verbonden. Enerzijds wordt gekeken naar macro-economische grootheden als de liquiditeitsontwikkeling en het bestedingsevenwicht. Anderzijds wordt ingegaan op het optreden van de overheid op de geld- en kapitaalmarkten. In zijn conclusie wijst de auteur met klem op de problemen die ontstaan bij de financiering van het noodzakelijke investeringsherstel als de verwachte omslag van de betalingsbalans en de verhoopde daling van de rente de overheid zouden verleiden tot het opslokken van het ruimere aanbod van financieringsmiddelen.

Inleiding

De laatste jaren is het feitelijk financieringstekort van de overheid een steeds belangrijker plaats gaan innemen in de discussie rond de economische beleidsvorming. Terecht, want de financiering van het tekort heeft belangrijke repercussies voor de diverse doelstellingen van het economisch beleid. In het algemeen overheerst in kringen van economen en politici de mening dat de overheidstekorten momenteel onaanvaardbaar groot zijn. Van tijd tot tijd gaan er echter stemmen op die pleiten voor handhaving of zelfs vergroting van de omvang van het tekort. Dit gegeven en de harde werkelijkheid dat het feitelijke tekort de laatste jaren, ondanks andersluidende doelstellingen, alleen maar is gestegen, rechtvaardigen wellicht hernieuwde aandacht voor dit onderwerp.

In dit artikel zal ik de invloeden van het huidige tekort op een aantal beleidsvariabelen via een tweetal lijnen analyseren. Enerzijds via de macro-economische invalshoek van liquiditeitsontwikkeling en bestedingsevenwicht; anderzijds via een meer micro-economisch getinte benadering vanuit de consequenties van het omvangrijke beroep op de diverse financiële markten. Vooraf wil ik echter over de feitelijke omvang van het financieringstekort enkele opmerkingen maken, zulks tegen de achtergrond van de daarvoor tot voor kort gehanteerde structurele normering 1).

De omvang van het financieringstekort

Het feitelijke tekort

Zoals bekend wordt in de *Miljoenennota 1982* het financieringstekort voor de gehele overheid voor 1982 op 6½% van het netto nationaal inkomen geraamd. Ten opzichte van de vermoedelijke uitkomst voor 1981 betekent dit een daling van ruim 1%. Hierbij zijn echter enige kanttekeningen te plaatsen.

Ten eerste is de vergelijking van het geraamde tekort 1982 met dat van 1981 niet geheel zuiver. Blijkens de *Miljoenennota* zullen de uitgaven in 1982 worden beperkt door een verdere verschuiving van de financiering van de sociale woningbouw naar de kapitaalmarkt en door een beperking van de premie-

betaling aan het ABP. Deze wijzigingen leveren te zamen f. 1 mrd. op. Beide beslissingen hebben een direct gevolg voor het beroep dat de overheid op de kapitaalmarkt kan doen. Daar staat een belangrijke verbetering tegenover van de financiële positie van de sociale-verzekeringssector, waar van een omslag van een tekort naar een overschot sprake is. Per saldo is het resultaat derhalve voor de collectieve sector als geheel een verbetering van ca. 2%, als het tenminste verantwoord is de begroting 1982 te vergelijken met de thans verwachte uitkomst voor 1981.

Mijn tweede kanttekening sluit daarop aan. Opmerkelijk zijn de aanzienlijke afwijkingen welke de realisaties van het financieringstekort de laatste jaren ten opzichte van de ramingen hebben vertoond (zie tabel 1).

Tabel 1. Financieringstekort van de gehele overheid, in procenten van het netto nationaal inkomen

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Beraming in Miljoenennota	-3,3	-2,2	-3,3	-8,3	-6,5	-5,2	-6,0	-5,5	-5,2	-6,5
Realisatie	-1,5	-2,9	-5,3	-5,1	-5,4	-5,6	-7,5	-7,7		

Uit tabel 1 blijken opvallend grote verschillen tussen de raming en de realisatie voor de jaren 1980 en 1981. Een verklaring daarvoor is uiteraard de tegenvallende conjuncturele situatie in die jaren die, evenals in 1975 het geval was, tot onderschatting van het tekort heeft geleid. Tegenvallende groei had in die jaren enerzijds tot gevolg lagere (belas-

* Vice-voorzitter van de Raad van Bestuur van de Amro Bank.

1) In dit artikel laat ik de ontwikkeling van het financieringssaldo van de sociale-verzekeringssector buiten beschouwing, tenzij anders aangegeven.

ting)ontvangsten dan geraamd en anderzijds extra toename van aan de werkloosheidsontwikkeling gekoppelde uitgaven. Ombuigingen en meevallende aardgasopbrengsten compenseerden deze ontwikkeling in 1980 en 1981 slechts zeer ten dele.

De tegenvaller in de belastingontvangsten bedroeg zowel in 1980 als in 1981 (naar raming) f. 6 mrd., of wel 2% van het netto nationaal inkomen. Ervan uitgaande dat terugdringing van werkloosheidsgebonden uitgaven een zaak van de lange adem zal zijn, zou men deze 2% globaal kunnen gelijkstellen aan de conjuncturele component van het tekort over deze jaren. Dit komt overeen met het in de sociaal-economische paragraaf van het nieuwe regeerakkoord gehanteerde percentage. Het vermoedelijke tekort in 1981 (7¼%) bevat vergeleken met de oorspronkelijke raming (5¼%) dan ook blijkbaar meer dan alleen een conjuncturele tegenvaller. Het voor 1982 verwachte bescheiden conjuncturele herstel kan voor enige reductie van de conjuncturele component van het tekort zorgen. Al met al betekent dit dan wel dat de tekortraming voor 1982 (6½%) nauwelijks ruimte laat voor het terugbuigen van de structurele tegenvaller over 1981.

Moet dit op zich zelf reeds uit beleidsoverwegingen als teleurstellend worden gekwalificeerd, dit geldt te meer indien men de algemeen bekende meevallers in de vorm van sterk stijgende aardgasopbrengsten in de beschouwingen betreft. Bedroegen deze ontvangsten in 1979 nog f. 8,5 mrd., in 1981 zijn die gestegen tot f. 18 mrd., met als raming voor 1982 een verdere stijging met f. 6,5 tot f. 24,5 mrd. Tegen de achtergrond van die gegevens is de kwalificatie ten aanzien van de ontwikkeling van het feitelijke tekort en ten aanzien van de raming voor 1982 als „teleurstellend” als een duidelijk „understatement” te beschouwen. Een en ander wijst er bovendien op dat de overheidsfinanciën in toenemende mate afhankelijk zijn geworden van deze inkomstenbron. Voor 1982 betekent dat tevens een afhankelijkheid van de dollarcoers, een voor een land als het onze wel heel moeilijk beheersbare grootheid. Een stabilisering van de dollar op ca. f. 2,50 in plaats van de in de *MEV 1982* aangehouden f. 2,70 leidt op jaarbasis al snel tot een derving aan inkomsten van — naar raming — f. 2 mrd.

Bij de ramingen in de *Miljoenennota 1982* past nog een kanttekening. De Miljoenennota, hoewel ingediend door het tweede kabinet Van Agt, blijft een werkstuk van het eerste kabinet Van Agt. Analyse van de door het nieuwe kabinet voor te stellen wijzigingen is nog niet wel mogelijk, aangezien de regeringsverklaring bij het schrijven van dit artikel nog ontbrak. Wel wijst de korte praktijk tot nu toe — uitbreiding van de kring der gerechtigden voor een eenmalige uitkering in verband met koopkrachtontwikkeling van de laagste inkomens en beperking van de verhoging van de aardgasprijs voor particulieren — niet in de richting van een drastische aanpak ter beperking van het tekort, ondanks de pogingen tot afgrenzing en beperking in de formatiedossiers. Vooralsnog moeten we derhalve de ontwikkelingen afwachten.

Het structureel begrotingsbeleid

Na correctie voor de conjuncturele component ter grootte van 2% resulteert een financieringstekort van ca. 6%. Dit gaat aanzienlijk uit boven het niveau van 4% dat in het kader van het trendmatig begrotingsbeleid de laatste jaren aanvaardbaar werd geacht. Herberekening met behulp van de groeicijfers van de nieuwe middellange-termijnramingen van het CPB, waarbij het aanvaardbaar tekort waarschijnlijk lager zal uitkomen, laat nog op zich wachten, ondanks een hoopvolle aankondiging hiervan in de voorlaatste Miljoenennota.

Het nieuwe kabinet heeft in de formatie-akkoorden geen plannen ontvouwd om het structureel begrotingskader opnieuw in te voeren. Alles wijst erop dat deze methodiek dan ook definitief ter ziele is. Het feitelijk tekort is nu het enige richtsnoer voor het begrotingsbeleid geworden. Met vele

anderen betreur ik dit ten zeerste. Het feitelijk tekort reageert immers als een soort thermometer op de conjunctuur en incidentele gebeurtenissen, waarbij tegenwoordig via de aardgasopbrengsten ook valutabewegingen voor een vertroebeling van het beeld zorgen. Zicht op de onderliggende ontwikkeling van de structurele component ontbreekt. Hierdoor dreigt het onmogelijk te worden de ontwikkeling van de rijksbegroting aansluiting te doen vinden bij het bestedingsverwicht in onze economie.

Het vaak gehanteerde argument dat terugkeer naar een structureel begrotingskader niet mogelijk is zolang het feitelijk tekort niet belangrijk is teruggebracht, kan ik niet onderschrijven. Hantering van een structureel kader dwingt veel meer ook de lange-termijnaspecten van het uitgavenbeleid en -patroon in de besluitvorming te betrekken dan een uitsluitende toetsing aan de korte-termijnfinancieringsmogelijkheden. Dat betekent niet dat die laatste aspecten in de huidige omstandigheden buiten beschouwing kunnen blijven. Het betekent wel dat ze als onvoldoende richtinggevend en dwingend gezien moeten worden om tot een werkelijke beperking van het tekort tot een toelaatbaar te achten omvang te komen. Ik wil dan ook bepleiten dat aan de toetsing van het voorgenomen beleid en de uitkomsten daarvan aan een structureel kader weer een plaats wordt gegeven in de Miljoenennota en de daarop aansluitende uitvoeringsnota's. Dat moge hinderlijk zijn voor de indieners van die nota's — dat is juist goed — want het maakt mijns inziens duidelijker in welke mate van het structureel gezond te achten pad wordt afgeweken.

De financiering van het tekort en haar consequenties

De gevaren van het uitblijven van een tekortvermindering komen tot uitdrukking in het macro-economische vlak en in het markttechnische vlak. Daarbij manifesteren zij zich zowel via de monetaire als de kapitaalmarktfinanciering van het tekort.

Macro-economische en monetaire gevolgen

Monetaire financiering

De monetaire financiering van de overheid is, nadat in 1973 en 1974 nog geldvernietiging plaatsvond, de laatste jaren geleidelijk in omvang toegenomen (zie tabel 2).

Tabel 2. Dekking van het financieringstekort van de overheid, in procenten van het netto nationaal inkomen

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Financieringstekort	-1,5	-2,9	-5,3	-5,1	-4,0	-4,4	-5,6	-7,5	-7,7
Netto kapitaalmarkt beroep	-2,4	-3,6	-4,2	-4,0	-3,7	-3,1	-3,9	-5,5	-7,0
Monetaire financiering	+0,9	+0,6	-1,2	-1,2	-0,6	-1,3	-1,8	-1,7	-0,7
Accumulatie liquiditeiten	-	+0,1	+0,1	+0,1	+0,3	-	+0,1	-0,3	-

Met name in 1979 en 1980 nam de monetaire financiering een grote omvang aan. Terwijl DNB voor de overheid f. 3 mrd. liquiditeitscreatie schatte, zonder aan dit cijfer overigens een normatief karakter toe te kennen, beliep de feitelijke geldschepping van de overheid in deze jaren bijna het dubbele. Eind 1980 gaf DNB dan ook in een brief aan de minister van Financiën blijk van haar bezorgdheid op dit punt. Een en ander leidde ertoe dat de overheid, naast het in gang zetten van een ombuigingsoperatie, haar beroep op de kapitaalmarkt sterk vergrootte, met terzijdestelling van de daaraan verbonden negatieve effecten, in het bijzonder voor de particuliere sector. De monetaire financiering in 1981 bleef daardoor binnen de door DNB genoemde f. 3 mrd.

De vraag wordt wel opgeworpen of versoepeling van het monetaire beleid, bij voorbeeld door middel van ruimere monetaire financiering door de overheid, onder de huidige omstandigheden van relatief lage inflatie en zeer lage groei niet kan worden overwogen. Het is wellicht nuttig daarop toch nog eens in te gaan. Zulks gebeurt eigenlijk al in de genoemde brief van DNB. Deze signaleert waartoe overmatige binnenlandse liquiditeitscreatie kan leiden, te weten tot:

- inflatoire verruiming van de liquiditeitsverhoudingen;
- liquiditeitsafvloeiing naar het buitenland langs de weg van tekorten op de totale rekening van de betalingsbalans.

In de jaren 1978 - 1980 was het tweede effect dominant. De betalingsbalanstekorten werden voor een belangrijk deel gefinancierd door middel van een toename van de buitenlandse schuld (netto buitenlandse passief) van het bankwezen. Hetzelfde bankwezen voorzag in belangrijke mate in de behoefte aan monetaire financieringsmiddelen van de overheid door de aankoop van schatkistpapier. Indirect financierde de overheid zich dus via een toename van de buitenlandse schuld van het bankwezen. En situatie die met het oog op de handhaving van een gezonde positie van de gulden op de internationale wisselmarkten niet te lang mag voortduren.

In 1981 en 1982 wijzigt deze situatie zich echter drastisch. Recessie en aardgasrijzen leiden tot een omslag van de lopende rekening van de betalingsbalans. Dit betekent liquiditeitstoevloeiing uit het buitenland, waarmee het eerstgenoemde effect dominant wordt: inflatoire verruiming van de liquiditeitsverhoudingen. Toenemende inflatie en daarmee gepaard gaande verslechtering van de concurrentiepositie kunnen dan het betalingsbalansoverschot weer snel doen verdwijnen. Een gevaarlijke ontwikkeling, vooral gezien het nogal incidentele karakter van het lopende-rekeningoverschot in 1982.

Gegeven de dalende gasexport en aangenomen dat enig herstel van de zeer ver teruggefallen bestedingen zal optreden, bij voorbeeld door de nagestreefde opleving van de investeringen, zal een positief betalingsbalanssaldo in de jaren na 1982 slechts moeizaam te handhaven zijn. Een hernieuwde verslechtering van onze concurrentiepositie zullen we ons dan ook zeker niet kunnen permitteren. Inflatoire risico's die ontstaan door omvangrijke monetaire financiering door de overheid, dienen dan ook in de komende jaren te worden vermeden.

Kapitaalmarktfinanciering

Het overheidsberoep op de kapitaalmarkt ter financiering van het tekort treedt in concurrentie met de particuliere sector ter verwerving van voornamelijk door institutionele beleggers aangeboden middelen. De nationale besparingen, uitgedrukt in procenten van het nationaal inkomen, vertonen echter sinds het begin van de jaren zeventig een gestaag dalende tendens: terwijl deze in 1973 nog ca. 22% bedroegen, is in 1981 dit percentage tot ca. 11 gezakt, om in 1982 weer te stijgen tot 13,5. Van de geraamde stijging van 2½% komt ca. 1% voor rekening van de sociale-verzekeringssector. De invloed daarvan op het aanbod van kapitaalmarkt middelen is vooralsnog onzeker. Duidelijk is dat de tot en met 1981 toegenomen behoefte aan financieringsmiddelen van de overheid haaks staat op de dalende trend in de nationale besparingen (zie tabel 3).

Het beroep dat de overheid op kapitaalmarkt middelen heeft gedaan — en bij continuering van de tekorten op de huidige niveaus ook in de toekomst zal moeten doen — is dan ook drastisch gestegen. De effecten daarvan zijn niet uitgebleven: een relatief hoog renteniveau, een toevloed van besparingen uit het buitenland en een forse verschuiving van de aandelen tussen overheid en particuliere sector in het beslag op kapitaalmarkt middelen. Elders is reeds op een en ander gewezen. Zelfs als men in het midden laat of de „crowding

out” van de particuliere sector het gevolg is geweest van de verhoogde activiteit van de overheid of de verminderde investeringslust van het bedrijfsleven is het duidelijk dat in de toekomst de overheid haar beslag op de nationale besparingen fors zal moeten beperken. Immers, een beleid in het verlengde van het WRR-rapport *Plaats en toekomst van de Nederlandse industrie* en van *Een nieuw industrieel elan* van de commissie-Wagner vereist een „crowding in” van de bedrijvensector op de kapitaalmarkt. Een Maatschappij voor Industriële Projecten (MIP) zoals de commissie Wagner heeft voorgesteld, zal, bij een overheidsimpuls van f. 1 mrd. de komende drie jaar naar schatting f. 3 mrd. (1% van het nni) aan extra kapitaalvraag genereren, nog afgezien van uitstralingsinvesteringen. Wil men het sterk gedaalde niveau van de investeringen van bedrijven in vaste activa in procenten van het netto nationaal inkomen weer terugbrengen op het niveau van 1979, dan is daartoe een extra investeringsgroei nodig van ca. f. 8 mrd., of wel 2½% van het netto nationaal inkomen.

Het streven naar een „nieuw industrieel elan”, zoals ook door het nieuwe kabinet wordt voorgestaan, zal niet kunnen slagen wanneer de overheid haar beroep op de kapitaalmarkt en derhalve haar financieringstekort niet belangrijk terugbrengt.

Tabel 3. Nationale besparingen in procenten van het netto nationaal inkomen

1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
21,9	20,5	15,1	15,9	14,8	13,4	12,3	11,4	11,0	13,5

Markttechnisch

Monetaire financiering

Monetaire financiering door de overheid vindt in Nederland vrijwel uitsluitend plaats door het opnemen van kortlopende schuld bij het bankwezen in de vorm van schatkistpapier en intering op het saldo van 's Rijks schatkist bij DNB. Het saldo bij DNB is de laatste jaren tot een zo laag niveau teruggebracht dat daarin niet veel ruimte meer aanwezig is. Verdere monetaire financiering zal dus de vorm moeten aannemen van kortlopende schuld bij het bankwezen.

Voor de lagere overheid zijn de mogelijkheden voor het plaatsen van kortlopende schuld titles in de toekomst waarschijnlijk gering. De monetaire financiering van provincies en gemeenten wordt van twee zijden aan beperkingen onderworpen. Enerzijds door het rijk via verscherping van de kasgeldnorm, anderzijds door DNB via een beperkend beleid ten aanzien van de groei van de korte kredietverlening van het bankwezen aan de lagere overheid, welke voor 1981 tot 6% beperkt dient te blijven.

De monetaire financiering van het rijk door middel van schatkistpapier is nog niet aan beperkingen onderhevig. DNB overweegt echter ingeval van heractivering van de kredietrestrictie in 1982 ook de korte vorderingen op de overheid onder het regime van de restrictie te laten vallen. In dat geval zal de status van schatkistpapier nauwelijks meer verschillen van die van andere binnenlandse kredieten. Additionele belegging in overheidspapier zal, om aan de restrictie te voldoen, door de banken met kapitaalmarkt middelen moeten worden gefinancierd. Dientengevolge zal de rente die het rijk op schatkistpapier en andere vormen van korte voorschotten moet betalen, ongetwijfeld omhoog gaan. Gevolg van een en ander is dat zowel voor de overheid als voor de banken financiering van het tekort door middel van schatkistpapier minder interessant is. De behoefte aan schatkistpapier van de banken in verband met voorschriften inzake liquiditeit en beleenbaar-

heid is zeker niet onbeperkt en de rol van schatkistpapier in dit opzicht kan ook door ander — hoger rentend — overheidspapier worden vervuld.

Mijn conclusie is dan ook dat — vanuit markttechnisch oogpunt — de mogelijkheden voor korte financiering in de komende jaren voor de overheid minder aantrekkelijk zullen blijken. Ik laat hier, omdat het buiten het kader van dit artikel valt, maar buiten beschouwing het in mijn ogen pikante feit dat, indien DNB wederom tot kredietrestrictie overgaat en daarbij de korte financiering van de overheid onder die kredietrestrictie doet vallen, het particuliere bankwezen in feite moet beslissen over de vraag welk deel van de mogelijke groei van de kredietverlening aan de overheid en welk deel aan de particuliere sector wordt toegeedeeld.

Kapitaalmarktfinanciering

Op de openbare en de onderhandse kapitaalmarkt is de overheid verreweg de grootste geldvragende partij. Het is nuttig nog eens een aantal wijzigingen weer te geven die in het recente verleden hebben plaatsgevonden. Zo steeg in het eerste halfjaar 1981 het overheidsaandeel op de openbare kapitaalmarkt tot boven de 75% (zie tabel 4). Deze toename komt voornamelijk voor rekening van het rijk; de Bank voor Nederlandsche Gemeenten is de laatste jaren slechts een kleine partij op de emissiemarkt.

Het aantal staatsleningen nam toe van 7 in 1978 tot vermoedelijk 11 in 1981. Vooral echter de bedragen per emissie vertonen de laatste jaren ongekende pieken, met als absolute uitschieter de f. 2,5 mrd. à 12% van april 1981. Hoewel ook andere geldvragers, blijkens de overvolle kalender, actief blijven emitteren, zijn „crowding out”-verschijnselen op de openbare markt onmiskenbaar aanwezig. Niet alleen de gulzigheid van het rijk, maar ook het feit dat rijk en BNG ook actief blijven op de onderhandse markt tijdens de inschrijving op emissies van de particuliere sector en van andere overheidspartijen, heeft een onmiskenbaar rente-opdrijvend effect en vergroot tegelijkertijd de kans op mislukking voor andere emitterende partijen.

Tabel 4. Openbare emissies van de overheid

	1978	1979	1980	1981 (eerste helft)
Bedrag (in mrd. gld.)	3,7	4,3	7,6	5,9
Procentueel aandeel van het totale kapitaal aanbod	55,9	56,6	68,6	78,1

Ook onderhands is de overheid aan de vraagkant een grote partij. Meer dan de helft van het middelenaanbod van de institutionele beleggers komt bij het rijk en de lagere overheid terecht. Tot in 1976 vond het onderhands beroep van het rijk uitsluitend plaats via de voorinschrijfrekening van het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds. Sindsdien wordt in navolging van de lagere overheid en de particuliere sector ook rechtstreeks onderhands bij andere geldgevers geleend.

Onder druk van de steeds grotere financieringsbehoefte van het rijk is de laatste jaren het aantal onderhandse transacties sterk toegenomen. Daarbij zijn de bedragen per transactie gedaald. Met f. 1 mln. kan men tegenwoordig al bij de Agent van Financiën terecht. Bij dergelijke bedragen en het toenemend aantal transacties begint de onderhandse markt geleidelijk trekken van een markt voor papier met doorlopende afgifte te vertonen, analoog met de pand- en bankbrieven (zie tabel 5).

Uit het voorgaande zal duidelijk zijn geworden dat de Nederlandse kapitaalmarkt een enigszins monopolioïde structuur heeft gekregen. Voornaamste vrager van geld is de overheid, voornaamste aanbieders zijn de institutionele beleggers en beleggingsmaatschappijen. Daarnaast opereren als vragers naar middelen de financiële instellingen en als aanbie-

ders het buitenland en de particuliere beleggers. Bedrijven spelen geen rol van betekenis.

Tabel 5. Gestorte bedragen van onderhandse transacties (excl. voorinschrijfrekening van het rijk)

	1978	1979	1980	1981 (eerste helft)
Totaal bedrag (in mrd. gld.)	3,0	3,3	4,8	4,2
Aantal transacties	51	88	139	148
Bedrag per transactie (in mln. gld) ...	58,3	37,7	34,7	28,3

Een langdurig voortduren en zeker een nog verder vergroten van het huidige overheidsberoep op de kapitaalmarkt, kan de kennelijke bezwaren tegen dat monopolioïde karakter alleen nog maar versterken.

Ook vanuit de micro-economische sfeer en de techniek van de markt — veel meer dan elf grote staatsleningen per jaar wordt b.v. toch wel heel moeilijk — worden grenzen gesteld aan de mogelijkheden van de overheid. Ook vanuit die gezichtshoek is een beperking van het overheidstekort dringend geboden.

In het recente verleden — zo ook tijdens de informatie en formatiebesprekingen — zijn gedachten geopperd om de grenzen die aan de financieringsmogelijkheden van de overheid zijn verbonden, te ontlopen. Helaas moet ik constateren dat niet volledig weerstand werd geboden aan de verlokkingen die volgens sommigen verbonden zijn aan het rechtstreeks lenen in het buitenland en aan het uitvaardigen van beleggingsvoorschriften. Ik wil daarover kort zijn. In de *Miljoenennota 1982* wordt nog eens kort en bondig betoogd dat beleggingsvoorschriften geen verbetering, doch waarschijnlijk wel een verslechtering van de financieringsmogelijkheden zouden betekenen. Ik sluit mij bij die benadering in de *Miljoenennota* gaarne aan. Ook sluit ik mij aan bij de argumenten van de toenmalige, dat wil zeggen de huidige, minister van Financiën om niet over te gaan tot rechtstreeks lenen in het buitenland, ook al zou dat (aanvankelijk) in guldens geschieden. Ik hoop dat de minister bij zijn oude standpunt zal (kunnen) blijven en niet — om in termen van het laatste jaarverslag van De Nederlandsche Bank te spreken — aan degradatie van Nederland in de internationale competitie zal willen meewerken.

Samenvatting en conclusies

Het financieringstekort van de overheid is de laatste jaren tot zeer grote hoogte gestegen. De feitelijke ontwikkelingen hebben de ramingen en de grenzen die de overheid zich zelf gesteld heeft, aanzienlijk overschreden. De hoogte van het tekort ondermijnt de mogelijkheden voor herstel van de voor de werkgelegenheid zo belangrijke particuliere investeringen. De in de jongste *Miljoenennota* voor 1982 geraamde daling van het tekort van $7\frac{1}{4}$ naar $6\frac{1}{2}$ % van het netto nationaal inkomen bevat waarschijnlijk slechts een zeer bescheiden structurele component. Per saldo tegenvallers tijdens de uitvoering van de begroting mogen — zoals de laatste jaren herhaaldelijk het geval bleek — dan ook niet optreden, wil er nog iets van een stap in de goede richting overblijven.

Het werkelijk terugdringen van het tekort is dringend noodzakelijk om het broep van de overheid op de kapitaalmarkt te kunnen beperken en aldus de noodzakelijke ruimte te scheppen voor het nagestreefde herstel van de investeringen. De met investeringsstimulering gemoeide bedragen zijn belangrijk. Om de investeringen van bedrijven in procenten van het netto nationaal inkomen weer op het peil te brengen van 1979, zou, boven het thans geraamde peil, ca. f. 8 mrd. meer moeten worden geïnvesteerd. De ruimte voor een ontwikkeling in die richting kan alleen beschikbaar komen door beperking van het overheidstekort. In ieder geval dient

te worden vermeden dat de door de omslag van de lopende rekening van de betalingsbalans verruimde beschikbaarheid van financieringsmiddelen tegen een relatief lagere rente weer door de overheid zouden worden opgeslokt.

Ook gezien de structuur en de technische kant van de financiële markten waarop de overheid opereert, is een beperking van het tekort van de overheid dringend gewenst. Als het overheidsaandeel in de totale vraag op de financiële markten zo groot zou blijven, dan zouden deze steeds meer een monopolioïde karakter krijgen, met alle ongunstige gevolgen van dien.

Pogingen om de grenzen die aan het overheidstekort worden geteld, te ontlopen door kunstgrepen — zoals beleggingsvoorschriften en rechtstreeks lenen in het buitenland — dienen te worden afgewezen. Zij leiden, zoals de ervaring elders uitwijst, slechts tot degradatie in de internationale competitie. Zou dat toch gebeuren, dan zou aan een artikel over financieringstekorten en hun gevolgen terecht de titel kunnen worden meegegeven die ik nu als ondertitel voor mijn betoog gebruikte — zij het dan met weglating van het vraagteken: van kwaad tot erger.

R. J. Nelissen