



Het belang van overheidsschuld

Auteur(s):

Scholtens, L.J.R.

Sterken, E.

Faculteit der Economische Wetenschappen, Rijksuniversiteit Groningen.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4248, pagina 241, 24 maart 2000

Rubriek:**Trefwoord(en):**

schuldpolitiek

Voor een goede toegang tot financiële markten is een zekere omvang van de overheidsschuld wenselijk. Daarnaast is tijdsconsistent overheidsbeleid belangrijk.

Voor het eerst sinds 1973 heeft de minister van Financiën een overschotje op de begroting. Onmiddellijk pogen politici en beleidseconomen zich de buit eigen te maken. Dijkstal wil de staatsschuld tot nul reduceren, terwijl Melkert extra uitgaven wil. Anderen pleiten voor kleinere klassen, meer snelwegen, of een spaarpot voor bejaarden. Blijkbaar is het omslaan van het teken van het begrotingssaldo een katalysator voor gedachten over veranderingen in de omvang en samenstelling van de uitgaven en de overheidsschuld. Die reflectie is toe te juichen. Een probleem is evenwel dat de wens nogal eens de vader van de gedachte is en dat een logisch fundament ontbreekt.

In dit artikel belichten we de discussie vanuit een tweetal economisch-theoretische perspectieven. Het eerste komt uit de theorie van de financiële intermediatie. Het behelst dat het behouden van toegang tot financiële markten een belangrijke overweging is om een schuld te hebben en om regelmatig met emissies te komen. Het tweede perspectief is dat van de optimale dynamische belastingheffing. Hieruit volgt dat al te grote koersveranderingen in de uitgaven, belastingen en schuldpolitiek niet gewenst zijn, indien de overheid een tijdsconsistent en geloofwaardig beleid wil voeren.

Markttoegang

In een wereld met informatie-ongelijkheid zijn twee overwegingen over strategische financieringsbeslissingen van belang. Het eerste heeft betrekking op het creëren van de markt voor overheidsschuld. Handel in deze schuld is van belang voor de overheid omdat ze op grond daarvan de prijs van nieuwe schuld kan vaststellen en omdat ze de prijs kan betrekken in de beoordeling van de waarde van de door haar ondernomen activiteiten. De tweede overweging betreft het financieringskanaal van de overheid. De overheid gebruikt de financiële markten immers om in haar financieringsbehoeften te voorzien, zoals tekortfinanciering, werkkapitaal en investeringen. Daarvoor geeft ze onder andere schuldpapieren met allerlei karakteristieken uit. Het lijkt ons uitermate onwaarschijnlijk dat een instelling met een omvang en organisatie als die van de overheid voortdurend zelfvoorzienend zal zijn in al haar financieringsbehoeften. Financiële instellingen zullen liever een relatie aangaan met een geldvrager die regelmatig middelen behoeft dan met één die zelden of nooit geld nodig heeft. In het eerste geval kunnen ze namelijk veel beter inzicht krijgen in de verdien capaciteit van de debiteur en aldus hun risico's ten aanzien van die geldvrager veel beter bepalen.

Stel nu dat de overheid besluit tot een volledige reductie van de overheidsschuld. Er wordt gekozen voor een beleid waarbij geen nieuw schuld papier wordt uitgegeven en waarbij de bestaande schuld zo snel mogelijk wordt afgelost. Dan verdwijnt zowel de markt in de bestaande schuld als het financieringskanaal. Indien er belangrijke aanloopkosten voor de ontwikkeling van beiden bestaan, dan is het waarschijnlijk dat een poging ze weer te openen in een laagconjunctuur - als zich onverhoopt weer financieringstekorten voordoen - erg kostbaar is. Financiers zullen dan erg terughoudend zijn en een extra vergoeding eisen voor het beschikbaar stellen van gelden aan een debiteur die ze niet, of niet meer, kennen. Er zit derhalve een belangrijke optiewaarde in het openhouden van een liquide markt.

Liquiditeit

De overheid kan dus gebaat zijn bij een liquide markt voor overheidsschuld. In geval van nood is men beter in staat om in een liquide markt met goed geïnformeerde partijen nieuwe schuld te plaatsen dan in een markt waar men onbekend is. Bovendien biedt de overheid een markt in waardepapieren met een laag kredietrisico, die vaak als maatstaf gebruikt worden. Deze schuld kan uitstekend gebruikt worden als hedge-instrument. Nederlandse institutionele beleggers hebben mede hierom meer dan tweehonderd miljard gulden aan overheidspapier in portefeuille. Dat is ongeveer een vijfde van hun eigen balans totaal en het vormt circa twee vijfde van de schuld van de Nederlandse overheid. Twintig jaar geleden was dit percentage aanzienlijk hoger. Maar de instituten zijn sedertdien fors in aandelen gaan beleggen. Buitenlandse beleggers nemen nu een groot deel van de staatsemissies op en bezitten een kwart van de Nederlandse schuld ¹.

Wij constateren dat het argument van de markttoegang inmiddels gemeengoed is als het gaat om de vermogensstructuur en het financieringsbeleid van bedrijven ². Een bedrijf vindt het juist aantrekkelijk om meerdere financieringsmogelijkheden te hebben. Toegang tot informele kapitaalverschaffers, tot de effectenbeurs, of een open kredietlijn bij de bank zijn voordelig. Immers, het leggen van het

eerste contact met een geldschieter is vaak moeilijk en kostbaar, want dan vereisen geldschieters vaak een forse premie als vergoeding voor een informatie-achterstand. Het lijkt dus beter om, zelfs als men het niet echt nodig heeft, een financieringskanaal open te houden. Het hebben van een goed werkende obligatiemarkt kan de overheid van dienst zijn als mogelijkheid om een kwaliteitssignaal te geven. Het gegeven dat ze in staat is regelmatig emissies te plegen getuigt dan van betrouwbaarheid en degelijkheid³. Het is dus aantrekkelijk om de handel in overheidsobligaties levendig te houden. Regelmatige emissies zijn daartoe van belang. Staatsschuld is vanuit deze optiek onontbeerlijk voor een gezond financieel beheer.

Belastingdynamiek

De neoklassieke theorie benadrukt de idee dat de openbare financiën geen versturende invloed op het gedrag van de particuliere sector behoren te hebben. Indien markten perfect zijn en agenten rationele verwachtingen hanteren, geldt Ricardiaanse equivalentie: de manier van financieren van de schuld heeft géén invloed op de beslissingen van de particuliere sector⁴. Als belastinginkomsten onzeker zijn en de overheid streeft naar een minimaal welvaartsverlies, dan dient men, gegeven een bepaald niveau van de overheidsuitgaven, te streven naar een dusdanige belastingmix dat de verwachte marginale kosten van belastingheffing per instrument gelijk zijn. Bovendien moet de overheid in de loop van de tijd slechts voorzichtige wijzigingen in de belastingheffing aanbrengen om het gedrag van de particuliere sector zo min mogelijk te verstoren. Dit betekent dat een reductie van de schuld, bij gelijkblijvende uitgaven en een ongewijzigde belastinggrondslag, zal leiden tot een gelijkmatige aanpassing van alle belastingtarieven. Men kan een zelfde neoklassiek argument gebruiken voor de uitgaven: de overheid dient in principe de vanuit een sociaal perspectief meest renderende uitgaven te plegen. Voor zowel de uitgaven als de belastingen geldt dat men geen grote schokken in bedragen en tarieven moet aanbrengen. Beleidsconsistentie verbetert de reputatie van de overheid, wat zich vertalen zal in lagere financieringslasten.

Er dringen zich aldus twee conclusies op: een zorgvuldige bepaling van de verwachte rendementen van diverse categorieën van uitgaven is nodig, terwijl grote schokken in de hoogte van uitgaven en belastingtarieven vermeden moeten worden. Een probleem bij het eerste is dat de rentabiliteit van zowel de belastingklassen als van de overheidsuitgaven zeer moeilijk is vast te stellen. Talloze vooronderstellingen en arbitraire keuzes moeten gemaakt worden om dergelijke berekeningen uit te voeren. Maar stel dat je accepteert dat je het rentabiliteitscriterium zonder meer op de overheid van toepassing moet verklaren. Dan nog is niet duidelijk hoe een rendement van minstens zeven procent, zijnde de gemiddelde rente die de overheid op de bestaande schuld betaalt, behaald kan worden door extra uitgaven in de zorg, het onderwijs of de infrastructuur. Wij zijn bevreesd dat dergelijke bestedingen zullen leiden tot hogere loonkosten. Er bestaan nu reeds enorme personeelstekorten in de kinderopvang en in het basisonderwijs. Tevens zijn er te weinig geschikte leslokalen. Bij de huidige arbeidsmarkt lijkt het ons dus uiterst onwaarschijnlijk dat extra uitgaven leiden tot het beoogde rendement.

Coördinatietaak

Als de schuld versneld naar nul wordt teruggebracht is dat een behoorlijke schok. Dit geldt te meer omdat de overheid ook nog aanzienlijke bezittingen heeft die eventueel verkocht kunnen worden, zoals natuurlijke hulpbronnen, deelnemingen in bedrijven, gebouwen en terreinen. Naast het feit dat de schuldannihilatie een onverwachte schok zou opleveren, is het ook niet de primaire taak van de overheid om te zorgen voor een sterk positief netto vermogen. Het is wél de taak van de overheid om de gaten te vullen die de markt laat vallen door een gebrekkige coördinatie van economische activiteiten. De wijze waarop dit gebeurt zal van land tot land verschillen, maar er zijn vrijwel altijd forse bedragen mee gemoeid. Zolang de overheid uitgaven pleegt voor de fysieke, sociale en kennisinfrastructuur kan daar best een schuld tegenover staan. Een versnelde terugdringing van de schuld naar nul, dat wil zeggen sneller dan de interne dynamiek van de schuld toestaat, dient te leiden tot óf een vermindering van de uitgaven óf een verzwaring van de belastingen. Grote wijzigingen in een van beiden zijn evenwel ongewenst vanuit het perspectief van de genoemde dynamische belastingheffing.

Tenslotte

Bekend is het grapje van Mark Twain, dat een bankier iemand is die jou zijn paraplu terugvraagt als het gaat regenen. Het 'in de markt zijn', dat wil zeggen het hebben van een schuld waarin gehandeld wordt en het regelmatig uitgeven van nieuwe schuldtitels, is een methode om droog te blijven, ook als het regent. Versnelde schuldaflossing betekent dat de overheid haar paraplu wegdoet omdat het droog is

1 L.J.R. Scholtens, *Het belang van de beurs*, Amsterdam, 1999.

2 M. Grinblatt en S. Titman, *Financial markets and corporate strategy*, Boston (Mass.), 1998.

3 O. Hart, *Firms, contracts and financial structure*, Oxford, 1995.

4 R.J. Barro, Are government bonds net wealth?, *Journal of Political Economy*, blz. 1095-1117, 1974.