

Het financieringstekort anders bezien

De omvang van het financieringstekort van de overheid wordt in Nederland gewoonlijk gemeten als het verschil tussen uitgaven en ontvangsten van de overheid in procenten van het nationale inkomen. Er wordt daarenboven onderscheid gemaakt in een financieringstekort op transactiebasis en een tekort op kasbasis. Ook wordt wel het tekort exclusief leningen die de overheid doorsluisst naar derden (b.v. woningwetleningen) genomen. De bruikbaarheid van deze tekortcijfers bij de analyse van de gevolgen van het financiële overheidsbeleid is beperkt doordat de reële waarde van de overheidsschuld sterk kan veranderen door inflatie en rentefluctuaties. In dit artikel worden enkele gecorrigeerde tekortcijfers gepresenteerd die aan dit bezwaar tegemoetkomen. Het tekort gedefinieerd als de mutatie in de reële gevestigde overheidsschuld in procenten van het bruto nationale produkt, al dan niet gecorrigeerd voor veranderingen in de reële marktwaarde van schuldtitels, ligt in een heel andere orde van grootte dan het tekort volgens de traditionele definitie. Dit grote verschil is voor de auteur aanleiding om te concluderen dat men in de politiek en de economie zorgvuldiger moet omgaan met cijfers voor het financieringstekort van de overheid.

DRS. J. DE HAAN*

Het economische beleid in de meeste geïndustrialiseerde landen is gericht op terugdringing van het financieringstekort van de overheid. Zowel bij politici als bij veel economen bestaat grote bezorgdheid over de omvang van deze tekorten en de daarmee gepaard gaande risico's. Veelbesproken risico's zijn:

- een hogere interest, die op de korte termijn de bestedingen afremt en op de wat langere termijn negatieve consequenties heeft op de kapitaalvorming 1);
- toenemende kans op monetaire financiering van tekorten met mogelijk inflatoire gevolgen; en
- stijgende interestlasten die andere overheidsuitgaven verdringen.

Het tekortbegrip dat in de meeste officiële publikaties wordt gebruikt, is het financieringstekort op transactie- of op kasbasis of het vorderingensaldo, dat gelijk is aan het financieringstekort gecorrigeerd voor leningen die de overheid afsluit ten behoeve van derden. Diverse auteurs hebben er echter op gewezen dat deze tekortdefinities in perioden met hoge inflatie en grote interestfluctuaties onvoldoende inzicht geven in de mogelijke invloed van het tekort op de interestvoet 2). Daarom dienen bepaalde correcties te worden aangebracht. In de volgende paragraaf zal dit worden verduidelijkt aan de hand van de financieringsbeperking van de overheid ('government budget constraint'). Tevens worden data voor Nederland gepresenteerd. Sommige auteurs nemen niet slechts correcties op voor inflatie en wijziging van de interestvoet, maar betrekken verscheidene impliciete en expliciete activa en passiva op de balans van de overheid in de beschouwing. Deze benadering is vooral bruikbaar in verband met de analyse van de duurzaamheid van een bepaald beleid. In de derde paragraaf wordt hierop ingegaan.

Tekort gecorrigeerd voor inflatie en interestfluctuaties

Tijdens een periode met inflatie vermindert de reële waarde van financiële activa. Voor zover de interestvoet een inflatiepremie bevat die gelijk is aan de reële waardevermindering van de schuldtitels, zal de herinvestering van deze inflatiepremie c.p. geen opwaartse druk uitoefenen op de interestvoet. We kunnen dit verduidelijken met behulp van de financieringsbeperking van de rijksoverheid in een situatie waarbij de verwachte inflatie en de gerealiseerde inflatie identiek zijn.

* Economische Faculteit van de Rijksuniversiteit Groningen. De auteur is dank verschuldigd aan T. Zandberg voor het rekenwerk en dr. C.G.M. Sterks voor zijn commentaar.

1) De relatie tussen het ontstaan (of groter worden) van een tekort en de interestvoet kan op verschillende manieren worden gelegd. De interestvoet kan stijgen als gevolg van de toegenomen transactiegeldvraag bij gelijkblijvend geldaanbod. Mogelijk dat beleggers alleen bereid zijn extra overheidsobligaties in de portefeuille op te nemen als de opbrengst ervan wordt verhoogd. Ook kan via de verwachtingen van de beleggers, bij voorbeeld met betrekking tot de toekomstige monetaire financiering, een tekort leiden tot een hogere (nominale) rente.

2) Zie o.a. J. Siegel, Inflation-induced distortions in government and private saving statistics, *Review of Economics and Statistics*, 1979, blz. 83-90; B. Horrigan en A. Protopapadakis, Federal deficits: a faulty gauge of government's impact on financial markets, *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, maart/april 1982, blz. 3-16; A. Cukierman en J. Mortensen, *Monetary assets and inflation-induced distortions of national accounts*, Commission of the European Communities, Economic Report, nr. 15, 1983; en R. Eisner en P.J. Pieper, A new view of the federal debt and budget deficits, *American Economic Review*, jg. 74, 1984, blz. 11-29.

De financieringsbeperking geeft weer dat de overheids-uitgaven (G) en de interestbetalingen dienen te worden gefinancierd door middel van belastingen (T), leningen op de kapitaalmarkt (B) en wijzigingen in de netto vlottende schuld van het rijk (H) 3). Zien we gemakshalve af van de interestlasten die voortvloeien uit de monetaire financiering, dan kunnen we het tekort met uitzondering van de interestlasten in verband met de gevestigde schuld (D) schrijven als:

$$D = G - T \quad (1)$$

Als we uitgaan van schuldtitels met een constante nominale waarde en een interestvoet (r) die volledig flexibel is, kunnen we de financieringsbeperking van de overheid schrijven als:

$$D + rB = dH + dB \quad (2)$$

Beide kanten van vergelijking (2) worden vervolgens gedeeld door het algemeen prijsniveau (p):

$$dB/p = D/p + r \cdot b - h \cdot \eta \quad (3)$$

waarin:

$$b = B/p \quad (4a)$$

$$h = H/p \quad (4b)$$

$$\eta = dH/H \quad (4c)$$

Als we vergelijking (4a) logaritmisch differentiëren ontstaat:

$$db/b = dB/B - \pi, \text{ met } \pi = dp/p \quad (5)$$

Uit vergelijking (5) volgt:

$$dB/p = db + \pi \cdot b \quad (6)$$

Uit de vergelijkingen (3) en (6) volgt:

$$db = D/p + b \cdot i - \eta \cdot h \text{ met } i = r - \pi \quad (7)$$

De eerste twee termen van de rechterzijde van vergelijking (7) geven het totale reële tekort weer en de derde term geeft de mate weer waarin dit tekort wordt gedekt via een 'inflation tax'. De linkerzijde van de vergelijking geeft de wijziging van de reële waarde van de schuldtitels weer.

In de tweede kolom van de tabel is de wijziging van de reële voorraad gevestigde overheidsschuld als percentage van het bnp weergegeven (tekort I). Hierbij is het teken omgedraaid ten einde vergelijking met het financieringstekort op kasbasis – weergegeven in de eerste kolom van de tabel – te vergemakkelijken. Zoals viel te verwachten, treden aanzienlijke verschillen op.

Naast wijzigingen in het algemeen prijsniveau zijn ook wijzigingen van de interestvoet van belang, omdat deze invloed hebben op de marktwaarde van de schuldtitels. Alleen wanneer de interestvoet weinig verandert en/of de overheidsschuld kortlopend is, zullen de nominale en de marktwaarde weinig uiteenlopen. In de praktijk is aan beide voorwaarden echter niet voldaan. Als de marktwaarde van de schuldtitels lager is dan de nominale waarde ontstaat een vermogenswinst voor de overheid. Het is mogelijk het tekort voor dergelijke vermogenswinsten te corrigeren 4). De wijziging van de reële marktwaarde is weergegeven in de derde kolom van de tabel (tekort II).

De aldus geconstrueerde tekortbegrippen wijken belangrijk af van het financieringstekort zoals dat in de politieke discussie centraal staat. Hiermee wil ik overigens niet beweren dat het Nederlandse financieringstekort niet zou moeten worden verminderd, maar wel dat bij onderzoek naar de gevolgen van financieringstekorten zorgvuldig met het tekort moet worden omgesprongen. Helaas gebeurt dit lang niet altijd. Zo neemt Prins 5) in zijn kapitaalmarktmodel het financieringstekort als verklarende variabele op zonder enige correctie aan te brengen. Daarbij worden impliciet enkele belangrijke vooronderstellingen geïntroduceerd, zoals uit het voorafgaande is gebleken.

Vermogensbenadering

In de definities van het tekort zoals besproken in de vori-



Het financieringstekort door een andere bril bezien. (ANP-foto)

Tabel. Enkele tekortbegrippen voor Nederland, 1971 – 1983, in procenten van het bnp

| Jaar | Financierings-tekort | Tekort I | Tekort II a) |
|------|----------------------|----------|--------------|
| 1971 | -1.33 | 0.01 | -0.01 |
| 1972 | 0.14 | 0.00 | 0.00 |
| 1973 | 0.33 | 0.01 | 0.04 |
| 1974 | -0.51 | 0.00 | -0.01 |
| 1975 | -3.04 | -0.01 | -0.02 |
| 1976 | -2.85 | -0.01 | -0.02 |
| 1977 | -2.98 | -0.02 | -0.02 |
| 1979 | -3.98 | -0.02 | -0.01 |
| 1980 | -4.50 | -0.03 | -0.03 |
| 1981 | -5.82 | -0.04 | -0.04 |
| 1982 | -7.45 | -0.05 | -0.10 |
| 1983 | -8.09 | -0.07 | -0.06 |

a) Zie de tekst voor omschrijving van de begrippen.

ge paragraaf staat de waarde van expliciete schuldtitels van de overheid centraal. Bepaalde expliciete activa (bij voorbeeld vorderingen op lagere overheden) blijven buiten beschouwing. Recent hebben enkele auteurs, onder wie met name Willem Buiters, de 'public sector present value constraint' ontwikkeld 6). Het financieringstekort, ook indien gecorrigeerd voor inflatie en wijzigingen van de interestvoet, geeft geen goed beeld van de wijziging van het vermogen van de overheid. Als het gaat om de duurzaam-

3) In de Angelsaksische literatuur is meestal sprake van de creatie van basisgeld in plaats van monetaire financiering zoals dat in Nederland wordt gedefinieerd.

4) De data met betrekking tot de marktwaarde van de gevestigde staatsschuld zijn ontleend aan J. de Haan en S. Slomp, *A note on the market value of long run government debt in the Netherlands*, Groningen, 1985 (mimeo).

5) C.J. Prins, Enkele determinanten van de renteontwikkeling in Nederland, *ESB*, 16 februari 1983, blz. 160-162.

6) Zie W.H. Buiters, Measurement of the public sector deficit and its implications for policy evaluation and design, *IMF Staff Papers*, jg. 30, nr. 2, 1983, blz. 306-349; idem, The theory of optimum deficits and debt, in: Federal Reserve Bank of Boston, *The economics of large government deficits*, 1983; en idem, *Measuring aspects of fiscal and financial policy*, NBER Working Paper, nr. 1.332, 1984.

heid van de financiële overheidspolitiek, is inzicht in de vermogenspositie van de overheid noodzakelijk. Buiten construeert een balans voor de collectieve sector waarop naast de financiële activa diverse andere (impliciete en expliciete) activa en passiva zijn opgenomen. Zo worden onder andere de waarde van de kapitaalgoederen van de collectieve sector, de waarde van de eigendomsrechten en de netto contante waarde van de 'inflation tax', toekomstige belastingen, overdrachten en subsidies opgenomen. Aldus kan een vermogensbeperking voor de collectieve sector worden geconstrueerd 7). We kunnen dit verduidelijken met behulp van vergelijking (8), waarin het reële vermogen van de overheid (W) wordt gedefinieerd 8):

$$W = p_k \cdot K + p_n \cdot N - [B + p_c \cdot C - \varepsilon \cdot F] / p + T - S + Z \quad (8)$$

waarin:

- p_k = de reële waarde van een eenheid kapitaal van de collectieve sector;
- K = de voorraad kapitaalgoederen van de collectieve sector;
- p_n = de reële prijs van een eenheid N;
- N = het aantal eenheden eigendomsrechten van natuurlijke hulpbronnen;
- B = de voorraad obligaties met een vaste waarde en een variabele interestvoet;
- p_c = de prijs van een eeuwigdurende obligatie met vaste interest;
- C = het aantal eeuwigdurende obligaties;
- ε = de wisselkoers;
- F = de voorraad financiële activa luidende in buitenlandse valuta;
- p = het algemeen prijsniveau;
- T = de netto contante waarde van belastingen minus transfers;
- S = de netto contante waarde van de 'inflation tax';
- Z = de netto contante waarde van toekomstige investeringsprogramma's.

Met behulp van vergelijking (8) en een aantal criteria met betrekking tot de duurzaamheid van een bepaald beleid kunnen drie tekortbegrippen worden ontwikkeld. In de

eerste plaats kan worden gekeken naar de netto contante waarde van de consumptieve uitgaven van de collectieve sector (G). Als deze, op annuïteitsbasis, het vermogen overschrijdt, kunnen we in navolging van Buiten spreken van een permanent tekort 9). Het huidige consumptieniveau tast het vermogen niet aan als de consumptie de opbrengst van het vermogen niet overtreft. Als dit wel het geval is, is sprake van een 'constant vermogen'-tekort. Een derde tekort dat in dit kader is ontwikkeld is het 'permanente inkomens'-tekort. Dit wordt verkregen door het verschil te bepalen tussen de huidige overheidsconsumptie en het produkt van het vermogen en de lange reële interestvoet.

Hoewel de vermogensbenadering van de collectieve sector een helder inzicht geeft in een aantal theoretische problemen, is de praktische bruikbaarheid ervan gering door de onzekerheid en de hiermee samenhangende, soms tamelijk arbitraire beslissingen die genomen dienen te worden om bij voorbeeld het permanente tekort te berekenen. Buiten heeft het permanente tekort voor het Verenigd Koninkrijk voor een aantal jaren berekend en concludeert dat het VK in 1981 en 1982 genoeg armslag had om de consumptieve overheidsuitgaven op te voeren en/of 'crowding in' te bevorderen door reductie van uitstaande schuld. Deze conclusie is mijns inziens volkomen onterecht. Door kapitaalmarktimperfecties spelen liquiditeitsbeperkingen een belangrijke rol en kan het vermogen van de overheid niet als basis dienen voor de beslissing of een tekort moet worden vergroot dan wel verkleind.

J. de Haan

7) De redenering die ten grondslag ligt aan deze vermogensbeperking is dat bij perfecte kapitaalmarkten slechts het vermogen de beperkende factor is t.a.v. de keuzemogelijkheden. Aangezien kapitaalmarkten echter niet perfect zijn, stelt Buiten dat naast de bovengenoemde vermogensbenadering traditionele (gecorrigeerde) tekortbegrippen onmisbaar zijn.

8) Zie Buiten, op.cit., 1984, blz. 9.

9) Dit houdt niet in dat het tekort permanent, in de zin van voortdurend, zal bestaan. Integendeel zelfs. Het geeft aan in hoeverre permanente aanpassingen nodig zijn, of van G of van W.