

Institutionele beleggers en overheidsschuld

Meer dan de helft van de particuliere besparingen en meer dan driekwart van de gezinsbesparingen in Nederland vindt plaats op contractuele basis en vloeit zodoende naar de institutionele beleggers, dat zijn pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen. De institutionele beleggers in Nederland hebben een zeer dominante positie als financiers van overheidstekorten. In dit artikel worden de gevolgen van de toenemende onderlinge afhankelijkheid van overheid en institutionele beleggers voor de toekomstige schuldfinanciering van de overheid beschreven in het licht van de recente scenario-analyse van het Centraal Planbureau.

DRS. K.P. GOUDSWAARD – DRS. H.M. VAN DE KAR*

De beleggingen van institutionele beleggers in overheidsschuld

Institutionele beleggers hanteren bij de vaststelling van de premies het z.g. kapitaaldeckingsstelsel. Met behulp van premie-ontvangsten en beleggingsopbrengsten wordt een kapitaal opgebouwd waaruit de actuariële bepaalde toekomstige verplichtingen (pensioenuitkeringen, lijfrenten e.d.) voldaan kunnen worden. Bij de bepaling van de contante waarde van de verplichtingen wordt een z.g. rekenrente van over het algemeen 4% voor de beleggingsopbrengsten gehanteerd. Het verschil tussen het feitelijk rendement en de rekenrente is de 'overrente'. Bij een combinatie van een forse overrente en een gematigde loonontwikkeling zoals zich de laatste jaren heeft voorgedaan ontstaan royale financieringsoverschotten bij de pensioenfondsen en de levensverzekeringsmaatschappijen. Deze overschotten kunnen in principe op verschillende manieren een bestemming krijgen: verhoging van aanspraken en van ingegane pensioenen, premieverlaging en buffervorming in verband met de mogelijkheid dat zich in dit opzicht minder gunstige omstandigheden zullen voordoen.

Uit tabel 1 blijkt dat de omvang van de beleggingen van Nederlandse institutionele beleggers (aanzienlijk) groter is dan elders.

Tabel 1. Beleggingen van institutionele beleggers per ultimo 1980 in procenten van het bruto nationale inkomen

Nederland	61%
Verenigd Koninkrijk	50%
Verenigde Staten	42%
West-Duitsland	14%
België	10%
Frankrijk	1%

Bron: P.A. van de Paverd, *De beleggingspolitiek van institutionele beleggers onder andere ten aanzien van risicodragend vermogen*, preadvies NIBE, Amsterdam 1982, blz. 54.

Deze verschillen zijn deels het gevolg van uiteenlopende deelnemingspercentages en uitkeringshoogten en deels van het feit, dat in bepaalde landen meer financiering door middel van het omslagstelsel plaatsvindt, zoals in Nederland bij de AOW het geval is 1). Inmiddels hebben de Nederlandse institutionele beleggers een vermogen opgebouwd van meer dan f. 300 mrd. Het vermogen heeft ongeveer dezelfde omvang bereikt als het nationale inkomen over 1985.

Gezien de aard van de verplichtingen hebben de institutionele beleggers vooral behoefte aan lange-termijnbeleggingen met een vast rendement en een beperkt risico. Het risico-aspect omvat niet alleen het debiteurenrisico, maar ook bij voorbeeld het valutarisico, op grond waarvan de institutionele beleggers een voorkeur hebben voor beleggingen in guldens. Beide redenen leiden ertoe dat men in belangrijke mate gebruik maakt van beleggingen in overheidsschuld (staatsschuld plus schuld van lagere overheden). Tabel 2 geeft aan dat beleggingen door institutionele beleggers in overheidsschuld zijn gegroeid van f. 13,3 mrd. in 1965 tot f. 142,7 mrd. in 1984.

Het aandeel van beleggingen in overheidsschuld in de totale beleggingen van institutionele beleggers (kolom 5) daalde van 43,5% in 1965 tot 35,4% in 1975, waarna vervolgens weer een regelmatige stijging tot 43,8% in 1984 optrad. Kolom 6 geeft aan dat het aandeel van de jaarlijkse additionele beleggingen in overheidsschuld in de totale toename van de beleggingen in de jaren tachtig zeer sterk toegenomen is ten opzichte van de jaren zeventig. In 1984 werd 58,7% van de additionele middelen in overheidsschuld belegd.

Uit kolom 8 blijkt dat het aandeel van institutionele beleggers in de uitstaande overheidsschuld sterk is gegroeid van 32,5% in 1965 tot 56,2% in 1984. De laatste drie jaar is de groei van het aandeel van institutionele beleggers in de overheidsschuld echter gestagneerd. Dit is met name

* De auteurs zijn verbonden aan het Centrum voor Onderzoek van de Economie van de Publieke Sector aan de Juridische Faculteit van de Rijksuniversiteit Leiden.

1) Zie P.D. van Loo, *De beleggingen van de pensioenfondsen*, Rotterdamse Monetaire Studies nr. 13, 1984, blz. 33.

Tabel 2. Beleggingen van institutionele beleggers in overheidsschuld in mrd. gld.

	Totale beleggingen institutionele beleggers	Jaarlijkse mutaties in (1)	Beleggingen institutionele beleggers in overheidsschuld	Jaarlijkse mutaties in (3)	(3) in % van (1)	(4) in % van (2)	Totale (netto) overheidsschuld	(3) in % van (7)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1965	30,6	3,1	13,3	1,2	43,5	38,7	40,9	32,5
1970	54,5	5,7	21,2	2,1	38,9	36,8	61,2	34,6
1971	61,2	6,7	23,5	2,3	38,4	34,3	65,9	35,7
1972	70,2	9,0	25,9	2,4	36,9	26,7	68,6	37,8
1973	80,4	10,2	29,1	3,2	36,2	31,4	69,7	41,7
1974	95,7	15,3	34,3	5,2	35,9	34,0	74,4	46,1
1975	111,3	15,6	39,4	5,1	35,4	32,7	83,7	47,1
1976	128,3	17,0	46,3	6,9	36,1	40,6	94,0	49,3
1977	145,6	17,3	53,5	7,2	36,6	41,6	101,4	52,8
1978	166,4	20,8	60,5	7,0	36,4	33,6	113,2	53,4
1979	187,9	21,5	68,7	8,2	36,6	38,1	129,0	53,3
1980	212,4	24,5	80,3	11,6	37,8	47,3	147,5	54,4
1981	237,1	24,7	95,0	14,7	40,1	59,5	169,9	55,9
1982	265,4	28,3	109,0	14,0	41,1	49,5	196,1	55,6
1983	296,0	30,6	125,1	16,1	42,3	52,6	226,0	55,3
1984	326,0	30,0	142,7	17,6	43,8	58,7	254,0	56,2

Bron: De Nederlandsche Bank, diverse jaarverslagen.

toe te schrijven aan de stabilisatie van de premie-inkomen bij het ABP.

Doordat de contractuele gezinsbesparingen trendmatig sneller zijn gegroeid dan de overheidsschuld en door de terugval van het particuliere beroep op de kapitaalmarkt, kon het aandeel van institutionele beleggers in de overheidsschuld tot meer dan 50% oplopen. Hierdoor is, ook internationaal gezien, van lieverlede een opmerkelijke situatie ontstaan. In het buitenland is niet alleen, zoals geconstateerd, de omvang van de institutionele beleggingsfondsen geringer, maar bovendien is het aandeel van de overheidsschuld in de portefeuilles van de institutionele beleggers in het algemeen kleiner. Veelal wordt een groter deel belegd in risicodragend vermogen. In de VS en het Verenigd Koninkrijk wordt bij voorbeeld 50% of meer van het vermogen belegd in aandelen 2). De verdeling van het houderschap van overheidsschuld varieert in het buitenland nogal en is bovendien moeilijk exact te bepalen. Niettemin kan gesteld worden, dat in de meeste landen de banken het grootste aandeel van de overheidsschuld in portefeuille hebben 3).

Tabel 3 geeft aan dat er tussen de institutionele beleggers onderling aanzienlijke verschillen bestaan voor wat betreft het aandeel van de beleggingen in overheidsschuld.

Tabel 3. Beleggingen van categorieën institutionele beleggers in overheidsschuld, in mrd. gld., 1984.

	Totale beleggingen	Beleggingen in overheidsschuld	(2) in % van (1)
	(1)	(2)	(3)
ABP	111,7	71,6	64,1
Particuliere pensioenfondsen	130,6	51,7	39,6
Levensverzekeringsmaatschappijen	84,2	19,8	23,5

Bron: De Nederlandsche Bank, *Kwartaalbericht*, september 1985.

Het Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds belegt het grootste percentage in overheidsschuld, te weten 64,1% in 1984, en draagt daarmee 50% van de totale beleggingen van institutionele beleggers in overheidsschuld bij. Dit is deels het gevolg van beleggingsvoorschriften in het kader van de Beleggingswet 1928 4). Zo dient het ABP de pensioenpremies voor rijksambtenaren te storten op de z.g. voorinschrijfrekening, waarna regelmatig omzettingen plaatsvinden in onderhandse leningen aan het rijk. Ook mocht het ABP tot dusverre niet in het buitenland beleggen. De levensverzekeringmaatschappijen beleggen het kleinste deel in overheidsschuld, 23,5% in 1984. De

beleggingen van de institutionele beleggers in overheidsschuld vinden voornamelijk plaats in de vorm van onderhandse leningen (in 1984 83% van de beleggingen in overheidsschuld), maar vanaf 1982 neemt de participatie in openbare staatsleningen ook sterk toe. Het bezit aan staatsobligaties van de institutionele beleggers groeide van circa f. 8,5 mrd. in 1982 naar circa f. 22 mrd. in 1984. Het totale bezit aan overheidsschuld van de institutionele beleggers bestond in 1984 voor 62% uit leningen aan het rijk en voor 38% uit leningen aan lagere overheden.

Enkele financieel-economische aspecten

In ons land heeft de overheersende positie van de institutionele beleggers op de kapitaalmarkt aanzienlijke consequenties voor de schuldfinanciering door de overheid. Zowel ten aanzien van de schuldcreatie als ten aanzien van de schuldexistentie kunnen enige specifieke aspecten genoemd worden.

In de eerste plaats levert de financiering van het tekort van de overheid door het ruime aanbod van institutionele beleggers en de beperkte vraag op de kapitaalmarkt vanuit de particuliere sector sinds enige jaren weinig problemen meer op 5). Mede hierdoor is het accent in de beschouwingen over het te voeren budgettaire beleid verschoven van de effecten van tekortfinanciering op de financiële markten naar de effecten op (en van) de schuldenlasten. Illustraties hiervan vormen de dreigende vooruitberekeningen in de laatste miljoenennota's over de begrotingsruimte die de rente- en afllossingsverplichtingen tot in lengte van jaren zullen opeisen 6). Mede hierdoor geïnspireerd is de jongste begrotingsnorm ontstaan – de 'Rudingnorm' – waarbij de rentelasten als percentage van het nationale inkomen constant moeten blijven. Dit zou met zich meebrengen dat het financieringstekort in 1990 nog maar 1% van het nationale inkomen zou mogen bedragen.

In de tweede plaats heeft het ruime aanbod van middelen van de kant van de institutionele beleggers de marktpositie van de overheid versterkt, ondanks het feit dat de financieringsbehoefte van de overheid gedurende een lange reeks van jaren alleen maar is toegenomen. Er kan aangenomen worden dat de prijselasticiteit (rente-elasticiteit)

2) Idem, blz. 67.

3) OECD, *Economic Outlook* 30, december 1981, blz. 33.

4) Zie P.D. van Loo, op. cit., blz. 37.

5) Zie F.L.D. Nivard, Het beroep van bedrijven op de kapitaalmarkt, *ESB*, 17 juli 1985, blz. 720-722.

6) *Miljoenennota 1986*, blz. 52-58.

van het kapitaalmarktaanbod van institutionele beleggers relatief laag is ten gevolge van hun beleggingsvoorkeuren en beleggingsrestricties. Hiervan zal op zich zelf een drukende invloed op de rentetarieven van overheidsleidsleningen uitgaan. De overheid kan trachten door aanpassing van leningen aan de voorkeuren van specifieke marktpartijen ('tailoring') maximaal te profiteren van de marktsituatie 7). Daartoe worden hier veelal onderhandse leningen afgesloten, een instrument dat uitsluitend in Nederland wordt gehanteerd 8). Onderhandse leningen hebben, naast het voordeel van de wederzijdse mogelijkheid tot fijnregeling van de leningcondities, beide partijen een additioneel voordeel te bieden: de institutionele beleggers lopen gezien de geringe verhandelbaarheid geen koersrisico terwijl voor de overheid het risico van een massale afstoot van overheidspapier op de secundaire markt wordt vermindert.

In de derde plaats is bij leningen geplaatst bij institutionele beleggers, in macro-economisch opzicht in eerste instantie geen sprake van een schuldenlast 9). De rentebetalingen vinden binnenslands plaats en worden in belangrijke mate teruggesluisd naar de overheid. Voor wat het ABP betreft leiden hogere rentebetalingen bovendien tot lagere premie afdrachten door de overheid. Bij de andere institutionele beleggers zien we soortgelijke overdrachtsrelaties: de belastingbetaler draagt bij aan de overrentewinst en kan deze weer ten dele terug ontvangen als hij een winstdelende levensverzekering heeft. Schouten en Kolnaar stellen zelfs dat er bij rentebetalingen en aflossingen aan institutionele beleggers sprake is van 'puur financiële wind' aangezien de inkomsten van de fondsen toch weer bij de minister van Financiën terugkomen 10). Stevers wijst er in dit verband echter op, dat het niet zo is dat de overheid door haar rentebetalingen een reservoir vormt waaruit zij kan lenen 11). De overheid creëert namelijk geen extra inkomen: zonder de overheidsschuld zouden de institutionele beleggers niet noodzakelijk minder inkomen hebben aangezien men dan elders, eventueel in het buitenland, zou beleggen. Niettemin is het plausibel, dat bij een minder overheersende positie van de institutionele beleggers de transferproblematiek in macro-economisch opzicht groter zou zijn. Overigens is er reeds op gewezen dat de olopende rentelasten en aflossingen vanzelfsprekend budgettair wel een probleem vormen. Bij leningen aan pensioenfondsen geldt bovendien, dat de *netto* rentelasten hoger zijn dan bij leningen aan andere categorieën beleggers, omdat pensioenfondsen geen inkomstenbelasting of vennootschapsbelasting verschuldigd zijn.

In de vierde plaats neemt de herfinancieringsproblematiek van de overheidsschuld in het komende decennium sterk toe. De aflossingen op staatsschuld stijgen van 2,2% van het nationale inkomen in 1985 naar 6,5% in 1992 12). Voor zover echter aflossingen aan institutionele beleggers plaatsvinden lijkt herbelegging, gezien het vrij constante beleggingsgedrag, niet veel problemen op te leveren.

Ten slotte draagt het grote aandeel van institutionele beleggers in de overheidsschuld bij aan traditioneel belangrijke doelstellingen van de Nederlandse schuldpolitiek te weten consolidatie en monetair neutrale financiering van de schuld. Dit komt allereerst doordat de looptijden van overheidsleningen aan institutionele beleggers gezien de voorkeur voor lange-termijnbeleggingen doorgaans langer zijn dan de looptijden van staatsleningen en onderhandse leningen aan andere categorieën beleggers. Met name banken en buitenlandse beleggers hebben voorkeur voor kortere looptijden. Voorts gaat, mede gezien de relatief lange looptijden, schuldfinanciering door institutionele beleggers niet met liquiditeitscreatie gepaard. Er vindt uitsluitend liquiditeitscreatie plaats wanneer de institutionele beleggers korte kredieten opnemen bij het bankwezen ten einde voorfinanciering te plegen voor de aankoop van staatsobligaties. Wanneer leningen geplaatst worden bij het geldscheppend bankwezen of bij buitenlandse beleggers vindt in beginsel wel liquiditeitscreatie plaats 13).

Geconcludeerd kan worden, dat de groei van de institu-

tionele beleggers zowel in kwantitatief als in kwalitatief opzicht een gunstige invloed heeft gehad op de financiering van de overheidsschuld, waarbij overigens sprake is van een wederzijdse afhankelijkheid. De vraag rijst, of de rol van institutionele beleggers in de schuldfinanciering van de overheid in de komende jaren zal veranderen en welke consequenties een eventueel verdere daling van het financieringstekort zal hebben.

Toekomstscenario's

Ten aanzien van de vermogensontwikkeling bij de institutionele beleggers kan het volgende gesteld worden. De fondsen verkeren thans nog in de opbouwfase met relatief hoge premie-inkomsten en relatief weinig uitkeringen. Langzamerhand wordt het stelsel echter 'volwassen', hetgeen impliceert dat de uitkeringslast zwaarder wordt 14). Het nu nog aanwezige verschil tussen premiebetalingen en uitkeringen wordt verder verkleind door de optredende vergrijzing. Daarnaast kunnen nog enkele specifieke factoren worden genoemd die de verhouding tussen premies en uitkeringen kunnen verkleinen:

- de regering tracht de premielasten te drukken: bij het ABP zijn de premie-afdrachten als gevolg van bezuinigingsoverwegingen reeds vermindert terwijl aandrang wordt uitgeoefend op andere fondsen om de overrentewinst mede te gebruiken voor premieverlaging;
- gezien het feit dat de AOW ingebouwd is in de meeste pensioenregelingen, kunnen de pensioenfondsen, voor zover de pensioenreglementen daarin niet voorzien, te maken krijgen met extra lasten als gevolg van verlaging van de AOW-uitkeringen;
- ten slotte kunnen zich nog enige specifieke ontwikkelingen voordoen zoals een heling van de pensioenbreuk en een verdere toename van de VUT-uitkeringen.

Het Centraal Planbureau geeft in de scenario-analyse voor de Nederlandse economie op langere termijn verschillende mogelijkheden aan voor de ontwikkeling van de vermogenspositie van de institutionele beleggers 15). Het CPB onderscheidt drie scenario's voor de periode 1985-2010: Hoog, Midden en Laag, waarbij de groei van het reële nationale inkomen respectievelijk 3,75%, 2,75% en 1,75% per jaar bedraagt. Tabel 4 geeft het financieringsoverzicht voor de institutionele beleggers aan.

De som van de uitkeringen komt in Hoog en Midden *grosso modo* overeen met de som van de premies, terwijl in Laag de uitkeringen de premies zelfs overtreffen. De financieringsoverschotten worden derhalve voornamelijk bepaald door de beleggingsopbrengsten. Door dalende reële rendementen (met uitzondering van Laag in 2000) nemen de financieringsoverschotten van de institutionele beleggers af. De omvang van het vermogen van de institutionele beleggers in procenten van het netto nationale inkomen bereikt in de jaren negentig een hoogtepunt maar neemt na 2000 relatief af.

7) Zie OECD, *Government debt management, vol. 1, objectives and techniques*, Parijs, 1982, blz. 33 en 51.

8) Zie OECD, *Government debt management, vol. 2, debt. instruments and selling techniques*, Parijs, 1983, blz. 36.

9) C. de Galan, Staatsschuld, *ESB*, 27 juli 1983, blz. 655.

10) D.B.J. Schouten en A.H.J. Kolnaar, De tekortschietende jaren tachtig, *Maandschrift Economie*, jaargang 47, 1983, blz. 522.

11) Th.A. Stevers, Adam Smith contra Domar, in: *Zicht op bancaire en monetaire wereld, opstellen aangeboden aan prof. dr. W.W.J. Bosman*, Leiden/Antwerpen 1984, blz. 458.

12) *Miljoenennota 1986*, blz. 55.

13) Zie K.P. Goudswaard, De relatie tussen schuldpolitiek en monetaire politiek, *ESB*, 18 januari 1984, blz. 62-66.

14) Zie H.H.F. Wijffels, *De gezinsbesparingen en het bankwezen*, preadvies NIBE, Amsterdam, 1985, nr. 51, blz. 92, 93.

15) Centraal Planbureau, *De Nederlandse economie op langere termijn - Drie scenario's voor de periode 1985-2010*, Werkdocument 1, 's-Gravenhage, 1985.

Tabel 4. Ontwikkeling vermogens institutionele beleggers en overheidsschuld in procenten van het nationaal inkomen

	1985	2000			2010		
		Hoog	Midden	Laag	Hoog	Midden	Laag
Premies institutionele beleggers	6	5½	5½	6	5½	5½	6
Uitkeringen	5½	4¾	5½	8	5	5¾	8¼
Opbrengsten uit beleggingen en deelnemingen	8¾	6	6¼	7¾	5	6½	7
Reëel rendement		2½	4¼	5½	1½	1½	1¾
Financieringsoverschot	9¼	6¾	6¼	6	5½	6¼	4½
Vermogen	99	86	120	168	75	109	143
Financieringstekort overheid	8¼	4	5	6	8¼	6	6½
Overheidsschuld	84	61	100	157	66	93	145

Bron: CPB, *De Nederlandse economie op langere termijn - drie scenario's voor de periode 1985-2010*, 's-Gravenhage, 1985, blz. 49 en 57.

In tabel 4 wordt tevens de ontwikkeling van het financieringstekort en de overheidsschuld in de verschillende scenario's weergegeven. Voor de veronderstellingen die aan deze cijfers ten grondslag liggen zij verwezen naar de betreffende CPB-publikatie. Het financieringstekort daalt tot 4 à 6% in 2000, waarna weer een (lichte) stijging optreedt tot 2010. De groei van de overheidsschuld buigt om in de jaren negentig. In Hoog vindt daarna een daling plaats tot ruim 60%. In Midden en Laag bedraagt de overheidsschuld na 2000 respectievelijk circa 100% en circa 150% van het nationale inkomen.

Het blijkt dat de verhouding tussen de financieringstekorten van de overheid enerzijds en de financieringsoverschotten van de institutionele beleggers anderzijds c.q. de verhouding tussen de overheidsschuld en het vermogen van de institutionele beleggers betrekkelijk constant blijft in de verschillende projecties. Deze parallelle ontwikkeling kan mede verklaard worden door de gelijk gerichte invloed van de hoogte van de rentestand. Van belang is eveneens de ontwikkeling van de aflossingen op overheidsschuld respectievelijk de voor herbelegging vrijkomende bedragen bij institutionele beleggers. Hierdoor verandert het beeld althans tot 2000 niet. Ook de verhouding tussen de totale financieringsbehoefte van de overheid (financieringstekort plus aflossingen) enerzijds, en de beleggingsmogelijkheden van de institutionele beleggers (financieringsoverschot plus herbeleggingen) anderzijds blijft tot 2000 vrijwel constant. Na 2000 neemt de financieringsbehoefte van de overheid sneller toe (Hoog) c.q. minder af (Laag en Midden) dan de beleggingsmogelijkheden van de institutionele beleggers 16).

Het CPB concludeert: „als ook rekening gehouden wordt met de sterke externe positie lijken bij ongewijzigde beleggingsvoorschriften en -voorkeuren geen knelpunten te voorzien in de financieringsbehoefte van de overheid” 17). Daarbij kan de kanttekening worden geplaatst dat dit na 2000 mogelijk wel het geval is.

Het beeld van de relatieve positie van de overheid op de kapitaalmarkt is uiteraard niet compleet zonder dat naar de financieringsbehoeften van de bedrijven wordt gekeken. Welnu, in de scenario's Hoog en Midden zal het bedrijfsleven na 1990 een financieringstekort krijgen, maar de omvang van het tekort blijft beperkt. In Laag is de interne financiering pas rond 2010 niet meer voldoende 18). Een 'crowding out' van particuliere investeringen valt (gegeven de veronderstellingen van het CPB) op korte termijn hoe dan ook niet te verwachten.

Besluit

Het ziet er naar uit dat de financiële symbiose die de laatste decennia is ontstaan tussen institutionele beleggers en overheid eveneens in de toekomst de Nederlandse kapitaalmarkt zal kenmerken. Dat geldt in ieder geval

wanneer de economie zich ontwikkelt volgens één van de door het CPB aangegeven scenario's. De vermogensontwikkeling bij de institutionele beleggers is in dit verband redelijk te voorzien op langere termijn. Het financieringstekort van de overheid is echter onderhevig aan veel, sterk wisselende, beleidsmatige en niet-beleidsmatige invloeden. Aan de aangegeven mogelijkheden voor de ontwikkeling van het financieringstekort van de overheid op lange termijn dient dus geen overdreven waarde te worden toegekend. De CPB-scenario's duiden erop dat er zelfs bij blijvend hoge tekorten, in macro-economisch opzicht niet of nauwelijks financieringsproblemen te verwachten zijn. Blijvend hoge tekorten kunnen wel het vertrouwen van de institutionele beleggers in de overheid aantasten. Tot dusverre heeft dit element echter geen rol gespeeld.

Wanneer daarentegen de overheid – bij voorbeeld op grond van de Ruding-doctrine – aanstuurt op een geforceerd terugdringen van het financieringstekort kan dit tot problemen voor de institutionele beleggers leiden, gezien de voorlopig nog forse omvang en groei van de door hen te beleggen bedragen 19). Weliswaar bestaat de wens om meer risicodragend vermogen ter beschikking te gaan stellen 20), maar mede gezien de ontwikkeling van de financieringssaldi van bedrijven zijn de mogelijkheden in dit verband beperkt. Een sterke vermindering van de financieringsbehoefte van de overheid zou er toe leiden dat de institutionele beleggers ondanks de valuta- en debiteurenrisico's in (veel) sterkere mate in het buitenland gaan beleggen. De trekken van een 'renteniersnatie' die ons land volgens het CPB toch reeds zou gaan krijgen 21), zouden daardoor nog worden verscherpt. De institutionele beleggers zullen op langere termijn, wanneer hun financieringsoverschotten afnemen, hoe dan ook een selectiever beleggingsbeleid moeten gaan voeren.

Duidelijk is dat in alle toekomstscenario's de wederzijdse afhankelijkheid van overheid en institutionele beleggers onverminderd van kracht zal blijven, waarbij zich in de aard van de afhankelijkheidsrelaties verschuivingen voordoen. In de beide extreme scenario's zal aan het begin van de volgende eeuw, als de vette jaren voorbij zijn voor pensioenfondsen en levensverzekeraars, de financiering van het overheidstekort problemen kunnen gaan opleveren. Maar als de Nederlandse economie de door het CPB aangegeven middenkoers zal varen dan is er in dit opzicht weinig aan de hand.

Het zal boeiend zijn om te zien in hoeverre met de hiervoor geschetste perspectieven op korte en langere termijn rekening wordt gehouden bij het vormgeven van het budgettaire beleid van het nieuwe kabinet.

K.P. Goudswaard
H.M. van de Kar

16) Idem, blz. 58.

17) Idem, blz. 33, 34.

18) Idem, blz. 35.

19) Zie ook H.H.F. Wijffels, op. cit., blz. 98, 99.

20) Zie ook P.D. van Loo, op. cit., blz. 17.

21) CPB, op. cit., blz. 40.