

11.

De houdbaarheid van de overheids- financiën

Auteur
Floris Jansen

Hoewel de Nederlandse overheidsschuld de laatste jaren sterk is opgelopen, namen de rentelasten alleen maar af. Ook in vergelijking met andere Europese landen betaalde de Nederlandse overheid relatief weinig rente. Onder andere hierdoor voldeed Nederland in 2013 aan de drieprocentnorm van het overheidstekort. Dit neemt niet weg dat andere indicatoren voor de gezondheid van de Nederlandse overheidsfinanciën een minder rooskleurig beeld van de situatie schetsen.

11.1 Inleiding

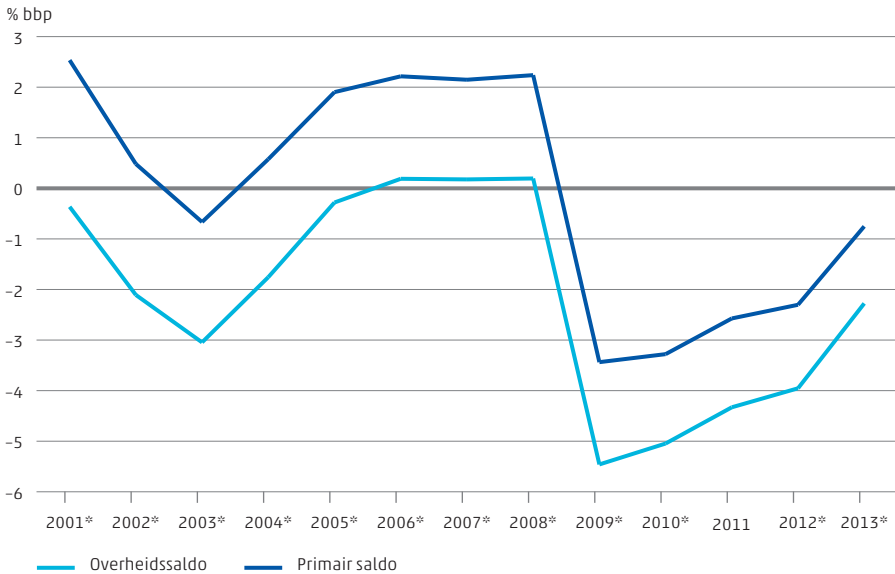
De schuld van de Nederlandse overheid is sinds 2007 sterk opgelopen. Toch wordt hierover de laatste jaren steeds minder rente betaald. In dit artikel wordt bekeken wat de invloed was van de rentelasten op het overheidssaldo in dit millennium en waar deze door werden beïnvloed. Naast het overheidssaldo komen ook andere indicatoren van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën aan bod.

Eerst wordt een vergelijking gemaakt tussen het overheidssaldo mét en zónder de rentelasten en wordt bekeken waarom deze rentelasten de laatste jaren zijn afgenomen. Vervolgens worden de verschillende indicatoren van de overheidsfinanciën tegen het licht gehouden en de ontwikkeling hiervan geanalyseerd. Tot slot wordt de Nederlandse situatie vergeleken met die van andere Europese landen.

11.2 Het overheidssaldo en de rentelasten

De Nederlandse overheid gaf in 2013 bijna 15 miljard euro meer uit dan het binnenkreeg. Ook het overheidssaldo gecorrigeerd voor de rentelasten, het zogenaamde primaire saldo (zie kader), was negatief. In 2013 was dit primaire saldo -4,8 miljard euro. Dit komt overeen met 0,8 procent van het bbp.

11.2.1 Het primaire saldo en het overheidssaldo



Bron: CBS, Nationale rekeningen 2013.



Het primaire saldo van de Nederlandse overheid volgt dezelfde contouren als het overheidssaldo. Een negatief primair saldo betekent dat zelfs als de Nederlandse overheid geen rente zou hoeven te betalen op haar schuld, ze nog steeds een tekort zou hebben. Het primaire saldo kan in twee gevallen gelijk zijn aan het overheidssaldo. Dit kan als een land schuldenvrij is en dus geen rente hoeft te betalen, maar ook als de overheid besluit om niet meer aan haar schulden of de verschuldigde rente te voldoen. Als er in het tweede geval nog steeds sprake is van een tekort, moet deze gefinancierd worden door nieuwe schulden aan te gaan. Dit is in een dergelijke, voor Nederland gelukkig zeer hypothetische situatie, ongunstig. De kapitaalmarkt zal immers een stuk minder gewillig zijn om een dergelijke schuldenaar te financieren en dus een hogere rente eisen.

Historisch lage rentelasten

In 2013 betaalde de Nederlandse overheid 9,8 miljard euro aan rente over haar schuld. Sinds 1983 betaalde ze nog nooit zo weinig aan rente. Doordat de rentelasten van de Nederlandse overheid daalden, kwam het primaire saldo steeds dichterbij het overheidssaldo te liggen. De rentelasten daalden terwijl de

EMU-schuld¹⁾ juist zo goed als verdubbelde: van 232 miljard aan het begin van de eeuw tot bijna 441 miljard euro in 2013. Het rentepercentage dat de Nederlandse overheid over haar schuld betaalde daalde van 5,9 tot 2,2 procent. Deze gunstige renteontwikkeling heeft de Nederlandse overheid te danken aan de steeds grotere vraag van investeerders naar Nederlandse schuldbewijzen zoals staatsobligaties.

Nederlandse rentelasten voor het eerst sinds 1983 onder de
€10 000 000 000



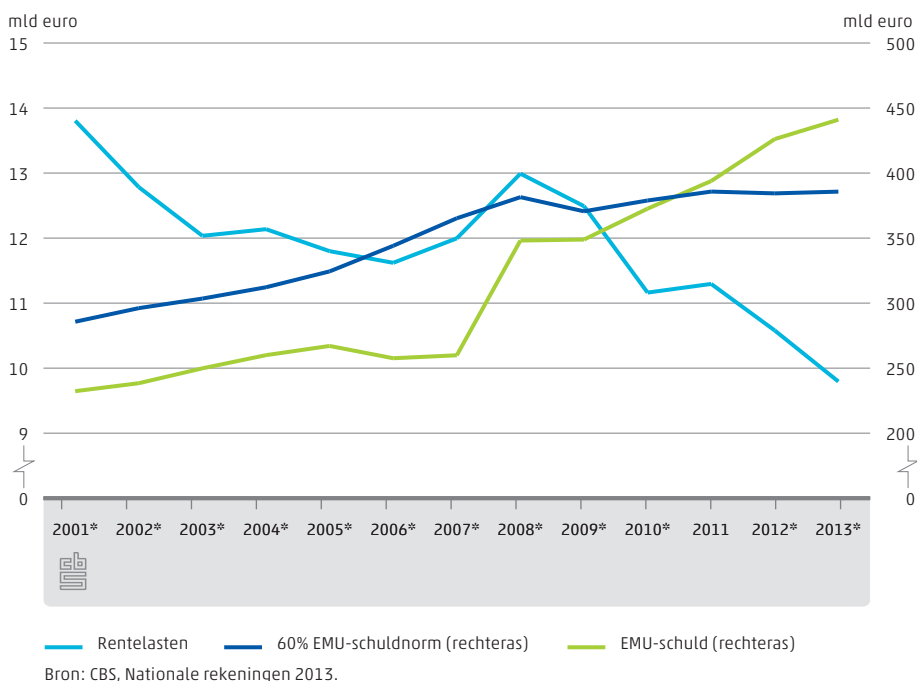
Investeerders zijn altijd opzoek naar investeringsmogelijkheden met een zo hoog mogelijk rendement tegen een zo laag mogelijk risico. Sinds het uitbreken van de financiële- en schuldencrisis bleken voorheen veilig geachte investeringen toch gepaard te gaan met grote onzekerheden. Vooral investeringen in financiële instellingen en sommige Zuid-Europese landen bleken risicovoller dan aanvankelijk gedacht werd. Terwijl concurrerende investeringsmogelijkheden risicovoller werden, bleven Nederlandse schuldbewijzen een relatief veilige investering. Hierdoor kon de Nederlandse overheid een lager rentepercentage vragen.

Sommige investeerders namen zelfs genoegen met een negatief rentepercentage op kortlopende schuldbewijzen. Deze investeerders betaalden de overheid dus om hun geld (kort) te mogen stallen. Vanwege de korte looptijd van deze schulden is de kans op wanbetaling kleiner en kon het rentepercentage verder zakken. Het feit dat de Nederlandse overheid sinds 2011 niet meer voldoet aan de EMU-schuldnorm van 60 procent van het bbp heeft geen verandering gebracht in de vraag naar

¹⁾ De EMU-schuld is de geconsolideerde schuld van de overheid, exclusief de transitorische schuld en de schuld op de titel financiële derivaten. Geconsolideerd wil zeggen dat schulden tussen overheden onderling niet meetellen. De schuldtitels zijn gewaardeerd tegen nominale waarde. In de rest van het artikel wordt met schuld steeds de EMU-schuld bedoeld.

Nederlandse schuldbewijzen. Investeerders zijn er blijkbaar nog steeds van overtuigd dat ze hun geld wel terugkrijgen van de Nederlandse overheid.

11.2.2 De rentelasten en de overheidsschuld



Alternatieven voor het overheidssaldo

De meest gebruikte indicator voor de gezondheid van de overheidsfinanciën is het **overheidssaldo**. Het overheidssaldo is gelijk aan de inkomsten minus de uitgaven van de overheid en wordt ook wel het EMU-saldo of vorderingensaldo genoemd. Naast het overheidssaldo kan gekeken worden naar andere saldi om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te beoordelen. Alternatieven zijn het **primaire saldo**, het **structurele saldo** en het **robuuste saldo**. Doorgaans worden de saldi gedeeld door het bbp.

Het **primaire saldo** is het verschil tussen inkomsten en uitgaven, exclusief uitgaven aan rentelasten. Het geeft de hypothetische situatie weer waarin de overheid geen schuld zou hebben en is daardoor per definitie positiever dan het overheidssaldo. Voor beleidsdoeleinden kan het relevant zijn om naast het overheidssaldo ook naar het primaire saldo te kijken. Door de rentelasten niet mee te

nemen, blijven de inkomsten en uitgaven over die met een beleidsverandering te beïnvloeden zijn op de korte termijn. Zo kan de overheid ervoor kiezen om op de korte termijn meer belasting te heffen of de premiepercentages te verhogen. Ook kan de overheid ervoor kiezen om minder uit te geven aan bijvoorbeeld zorg of defensie. Doordat de rente die de overheid moet betalen afhankelijk is van de hoogte van de schuld en het te betalen rentepercentage is deze uitgave lastiger te beïnvloeden door beleidswijzigingen. De rentelasten zijn daardoor voor de korte termijn een vaststaand gegeven.

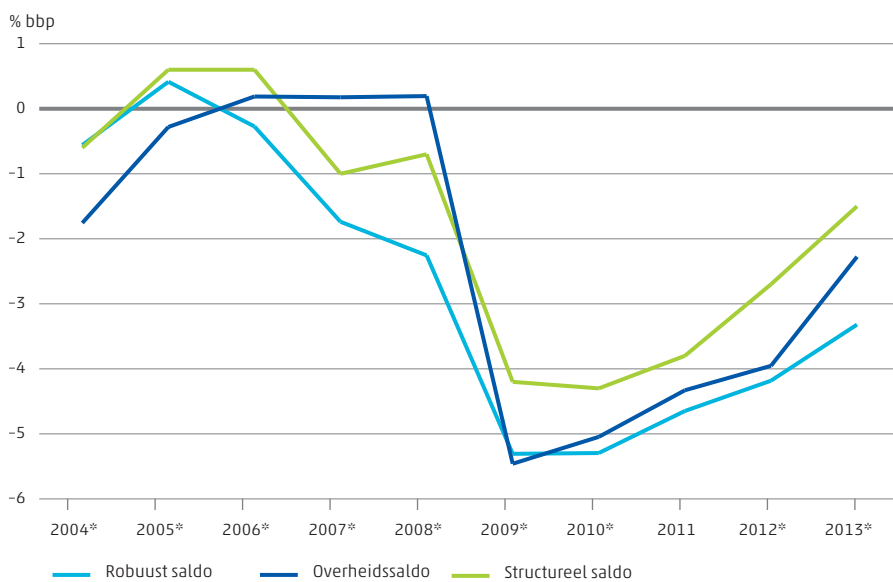
Naast het primaire saldo en het overheidssaldo is er ook het *structurele saldo* van de overheid. Dit saldo is gelijk aan het overheidssaldo geschoond voor incidentele inkomsten, uitgaven en conjuncturele invloeden. Zo worden de belastinginkomsten tijdens economische recessies omhoog bijgesteld waardoor het structurele saldo beter uitpakt dan het overheidssaldo. Tijdens hoogconjunctuur is de bijstelling van de belastinginkomsten juist neerwaarts. Eenmalige of uitzonderlijke mee- en tegenvallers worden ook niet meegenomen in het structurele saldo. Zo is de eenmalige opbrengst uit de veiling van telecomfrequenties in 2013 à 3,8 miljard euro niet meegenomen in het structurele saldo. Het structurele saldo wordt door de Europese Commissie gebruikt om te bepalen of landen maatregelen moeten nemen om de overheidsfinanciën in het gareel te houden. Het streven voor Nederland is om op de middellange termijn, de zogenoemde 'medium-term budgetary objective' (MTO), een structureel saldo van tussen de +0,5 en -0,5 procent van het bbp te hebben. De MTO verschilt per land, dit in tegenstelling tot de drieprocentnorm voor het overheidssaldo. Landen met een schuld van meer dan 60 procent van het bbp dienen sneller hun MTO te behalen.

Ook kan het zogenaamde *robuuste saldo* berekend worden. Dit is een indicator voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op de lange termijn. Dit saldo is gelijk aan het structurele saldo exclusief aardgasbaten, rentebetalingen en -ontvangsten, en dividendontvangsten. Dit saldo is zinvol voor analyse-doeleinden omdat de niet meegenomen inkomsten en uitgaven eindig zijn en dus niet robuust. Zo zal het aardgas binnen enkele decennia opraken en is het dus geen duurzame inkomstenbron voor de overheid. Toekomstige inkomsten uit financiële bezittingen, zoals dividendontvangsten en renteontvangsten, kennen ook onzekerheden. Deze inkomsten kunnen verdwijnen als overheidsbezittingen verkocht worden of niet winstgevend blijken. Rentelasten worden niet meegenomen omdat de schuld die de overheid heeft uiteindelijk afgelost moet worden en daarmee niet robuust is. Het Centraal Planbureau publiceert zowel het structurele als het robuuste saldo. De Europese Commissie publiceert eveneens het structurele saldo.

11.3 De ontwikkeling van de verschillende overheidssaldi

Zoals het primaire saldo de contouren van het overheidssaldo volgt, volgt het structurele saldo de contouren van het robuuste saldo. Het structurele saldo fluctueert minder dan het overheidssaldo omdat eenmalige mee- en tegenvallers niet meetellen en er een correctie plaatsvindt voor conjuncturele golfbewegingen in de inkomsten en uitgaven. Het structurele saldo is al sinds 2007 negatief. Met -1,5 procent lag dit saldo ook in 2013 nog niet binnen de gewenste bandbreedte van +0,5 en -0,5 procent van het bbp die voor de middellange termijn is vastgesteld.

11.3.1 De verschillende overheidssaldi



Bron: CBS, Nationale rekeningen 2013.



Het robuuste saldo is stelselmatig negatiever dan het structurele saldo. Dit geeft aan dat de Nederlandse overheid erg leunt op inkomsten die kunnen opdrogen. De aardgasbaten en inkomsten uit vermogen zijn hoger dan de rentelasten. Alle drie de posten worden niet meegenomen in dit saldo, maar wel in het structurele saldo. In 2013 was de omvang van de aardgasbaten alleen al 2,4 procent van het

bbp, terwijl de rentelasten slechts 1,5 procent uitmaakten. De aardgasbaten lagen in 2013 op het hoogste niveau ooit, terwijl de rentelasten juist historisch laag waren. Daarnaast worden ook de dividendinkomsten niet meegenomen in het robuuste saldo. In 2013 ontving de overheid 1,6 miljard euro meer aan dividend dan een jaar eerder. Hiervan werd 1,4 miljard veroorzaakt door meeropbrengsten van de Nederlandse Bank en ABN-Amro. De historisch lage rentelasten, en historisch hoge aardgasbaten en dividendinkomsten leidden ertoe dat het robuuste saldo in 2013 verder afweek van het overheidssaldo en het structurele saldo.

11.4 De Nederlandse overheidsfinanciën in internationaal perspectief

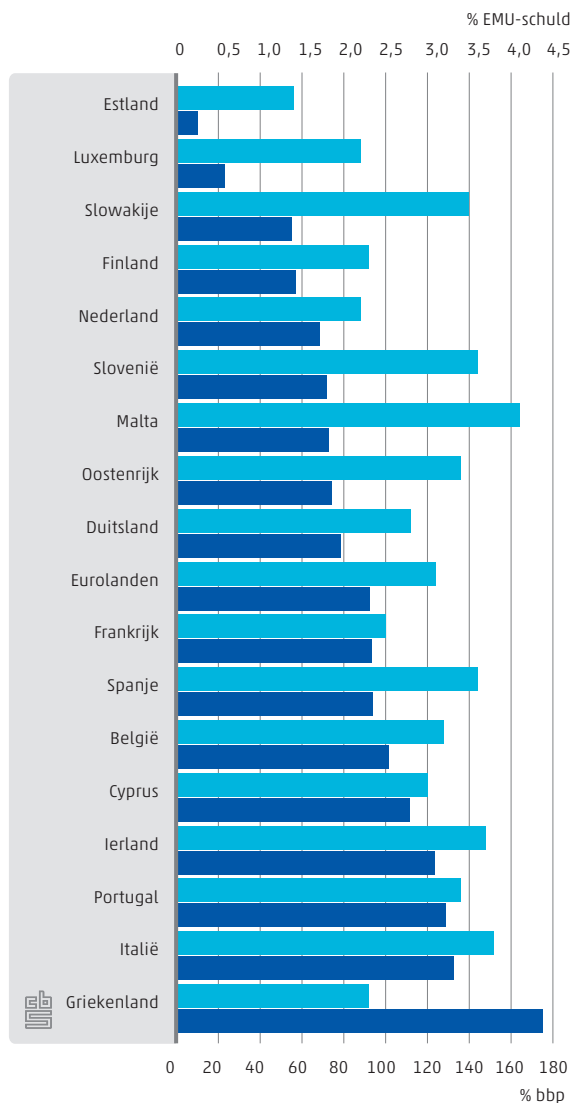
De rentelasten als percentage van de schuld daalden de afgelopen jaren in alle Europese landen.²⁾ Nederland behoorde tot de landen waar het percentage het snelst daalde. Het rentepercentage verschilt veel tussen de Europese landen. Van de eurolanden had Malta in 2013 het hoogste rentepercentage (4,1 procent) gevolgd door Italië (3,8 procent). Het laagste rentepercentage had Estland over haar relatief zeer kleine schuld van nog geen 10 procent van het bbp. Eén van de verklarende factoren voor de hoogte van het rentepercentage is de hoogte van de schuld. Over het algemeen geldt: hoe hoger de schuld, hoe hoger het rentepercentage dat de overheid moet betalen. Investeerders zijn immers huiverig om landen met grote schulden te financieren omdat het risico op wanbetaling dan groter is. Deze relatie gaat echter niet voor ieder land op.

Griekenland betaalde een opmerkelijk laag rentepercentage van 2,3 procent. Dit is bijna gelijk aan het Nederlandse percentage terwijl Griekenland met bijna 180 procent van het bbp de hoogste EMU-schuld had van alle eurolanden. Het lage rentepercentage is een direct gevolg van de noodsteun die Griekenland ontving. In februari 2012 vond een herstructurering plaats van de relatief dure staatsobligaties naar obligaties met een lagere rente. Tevens kocht de Europese Centrale Bank Griekse staatsobligaties op, wat het rentetarief drukte. Ook ontving de Griekse overheid 'onderhandse' (niet-verhandelbare) leningen via het Europese

²⁾ Voor deze analyse worden voor andere landen gegevens uit de Eurostat-databank gebruikt. Voor Nederland worden CBS-cijfers gebruikt. De gegevens van Eurostat zijn nog gebaseerd op de oude Europese richtlijnen (ESR 1995) terwijl de CBS-cijfers gebaseerd zijn op nieuwe richtlijnen (ESR 2010). Zie het kader over de revisie van nationale rekeningen in hoofdstuk 1.

noodfonds (EFSF). Over deze leningen werd een lager rentepercentage verrekend dan de markrente. Eind 2013 bestond de Griekse schuld voor drie kwart uit onderhands verstrekte leningen.³⁾

11.4.1 De schuld en het rentepercentage in de eurolanden, 2013*



■ Rente ■ EMU-schuld (onderste as)

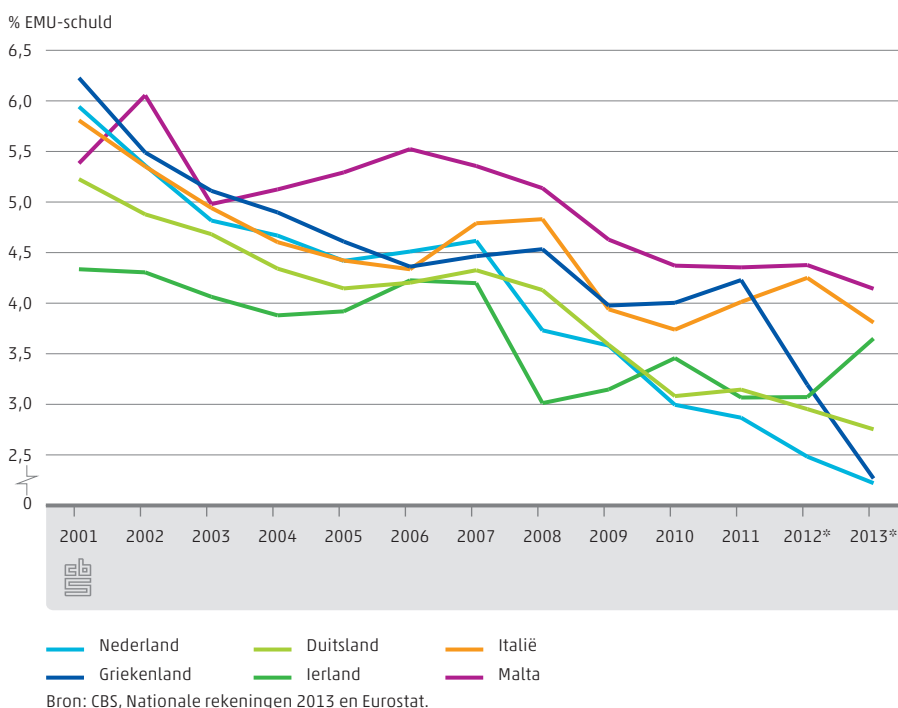
Bron: CBS, Nationale rekeningen 2013 en Eurostat.

³⁾ Op 10 april 2014 heeft de Griekse overheid voor het eerst sinds de start van de noodsteun weer obligaties uitgegeven. Het rentepercentage op deze obligaties bedroeg 5,9 procent.

Voor Portugal en Ierland, die ook noodleningen hebben ontvangen, maakten deze leningen minder dan de helft uit van de EMU-schuld. Net als de overige Europese landen financierden zij zich vooral met verhandelbare schuld, zoals staatsobligaties. Rentepercentages van verhandelbare schuldinstrumenten hebben een directe relatie met het risico voor de investeerder. Hoe hoger het risico voor de investeerder, hoe hoger het rentepercentage. Over de verhandelbare schuld van Ierland en Portugal wordt een hogere, marktconforme, rente betaald dan over de onderhandse schuld.

De Duitse overheid betaalde in 2013 een iets hoger rentepercentage dan de Nederlandse. Dit heeft te maken met de manier van financiering van de verhandelbare schuld. De rentepercentages van staatsobligaties worden vastgesteld bij uitgifte door middel van een veiling. Deze percentages gelden dan voor de hele looptijd van de obligatie. Door de dalende marktrente van de afgelopen jaren geldt: hoe meer oude obligaties in de schuldportefeuille zitten, hoe hoger de huidige rentelasten.

11.4.2 Rentelasten als percentage van de EMU-schuld



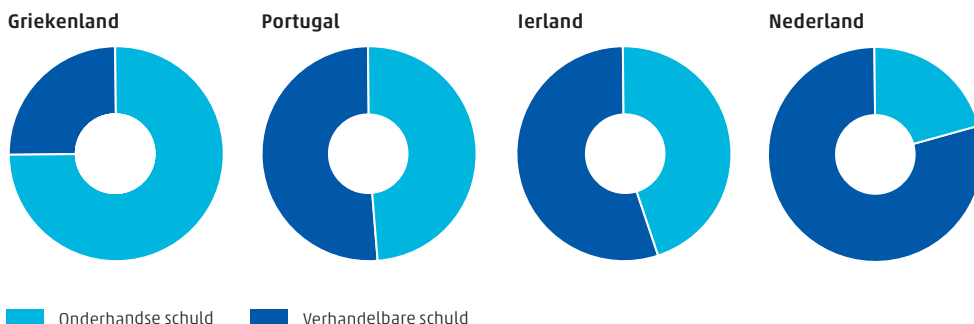
Nederlandse onderhandse leningen

Ook de Nederlandse overheid leende in 2013 onderhands. De Nederlandse EMU-schuld bestond eind 2013 voor ruim 20 procent uit onderhandse leningen. Dit is gelijk aan 92 miljard euro. Deze onderhandse leningen vallen in drie onderdelen uiteen. Ten eerste hebben sommige overheidsinstellingen onderhands bij banken geleend omdat ze beperkte toegang hadden tot de obligatiemarkt. Dit betreft vooral decentrale overheden, onderwijsinstellingen en instellingen zonder winstoogmerk die binnen de overheid vallen. Samen hebben deze instellingen voor 59 miljard euro onderhands geleend bij partijen buiten de overheid.

Ten tweede is het Rijk onderhandse schulden aangegaan in het kader van de financiële- en schuldencrisis. Zo worden de leningen die het Europese noodfonds EFSF aan Griekenland, Portugal en Ierland verstrekte volgens de Europese boekhoudregels als schuld van de nationale overheden geregistreerd. Er werd in totaal voor 11 miljard euro van deze leningen toegerekend aan de Nederlandse schuld, naast de ruim 3 miljard euro die het Rijk zonder tussenkomst van het EFSF overmaakte aan de Griekse overheid. Ook heeft het Rijk een lening met ING afgesloten in ruil voor de Amerikaanse hypotheekportefeuille die de overheid in 2009 had overgenomen van ING. Eind 2013 stond deze lening voor bijna 3 miljard euro open. Tevens heeft het Rijk nog een lening lopen met Fortis België à 3 miljard euro.

Ten slotte heeft het Rijk onderhandse schulden afgesloten ten behoeve van het kasbeheer. Dit betrof leningen die samenhangen met derivatencontracten. Als een derivaat een positieve waarde heeft voor het Rijk moet de tegenpartij een onderpand storten in de staatskas. Deze storting wordt als onderhandse lening geregistreerd. Het Rijk sluit ook hele korte leningen af voor liquiditeitsdoeleinden, zogenaamde callgelden. Derivaten en callgelden telden in 2013 op tot bijna 14 miljard euro.

11.4.3 Verhouding onderhandse en verhandelbare schuld in 2013



Bron: CBS, Nationale rekeningen 2013 en Eurostat.

Groot verschil tussen overheidssaldo en primair saldo in andere Europese landen

Omdat de Nederlandse overheid internationaal gezien weinig rente betaalde over haar schuld was het verschil tussen het primaire saldo en het overheidssaldo relatief gering. In landen waar de overheden meer aan rentelasten kwijt waren, waren de verschillen groter. Zo ging het negatieve overheidssaldo van Italië en België in 2013 gepaard met een positief primair saldo. Deze landen hebben een hoge schuld opgebouwd in het verleden. De huidige en toekomstige generatie(s) belastingbetalers betalen daar de rentelasten en aflossingen over.

Het opvallend negatieve overheidssaldo van Slovenië werd voor slechts 2,6 procent van het bbp bepaald door rentelasten. Hierdoor is ook het verschil tussen het overheidssaldo en het primaire saldo beperkt. Het overheidssaldo van Slovenië bedroeg -5,2 miljard euro in 2013 en was zo laag omdat de overheid daar een bank heeft geherkapitaliseerd met 3,6 miljard euro. Doordat dit in december plaatsvond, heeft de overheid in 2013 weinig rente hoeven te betalen op de extra aangegane schuld. Dit beperkte het verschil tussen het primaire saldo en het overheidssaldo.

11.4.4 Internationale vergelijking van overheidsfinanciën, 2013

	Primair saldo	Overheidssaldo	EMU-schuld
	% bbp		
Eurozone	-0,1	-3,1	92,7
Estland	0,0	-0,2	10,0
Luxemburg	0,6	0,1	23,1
Finland	-0,8	-2,1	57,0
Nederland	-0,8	-2,3	68,6
Slowakije	-0,8	-2,8	55,4
Duitsland	2,2	0,0	78,4
Frankrijk	-2,0	-4,3	93,5
Oostenrijk	1,0	-1,5	74,5
Slovenië	-12,1	-14,7	71,7
Malta	0,2	-2,8	73,0
België	0,6	-2,6	101,5
Cyprus	-2,0	-5,4	111,7
Spanje	-3,7	-7,1	93,9
Griekenland	-8,7	-12,7	175,1
Portugal	-0,6	-4,9	129,0
Ierland	-2,7	-7,2	123,7
Italië	2,0	-3,0	132,6

Bron: CBS, Nationale rekeningen 2013, en Eurostat.

11.5 Conclusie

Doordat de Nederlandse overheid in 2013 historisch lage rentelasten kende, werd het verschil tussen het overheidssaldo en het primaire saldo kleiner. Ook zonder rentelasten had de Nederlandse overheid echter een tekort. De rentelasten konden ondanks de toegenomen schuld dalen doordat investeerders de Nederlandse overheid als veilige investering bleven zien.

Het structurele saldo bleef in 2013 met -1,5 procent buiten de gewenste bandbreedte van +0,5 tot -0,5 procent van het bbp. Dat het robuuste saldo met -3,3 procent van het bbp een stuk lager lag dan het structurele saldo geeft het belang weer van de eindige aardgasbaten voor de Nederlandse overheid.

Met een percentage van 2,2 procent van de EMU-schuld betaalde de Nederlandse overheid internationaal gezien een laag rentepercentage. Hoewel bij alle Europese landen de rentelasten het afgelopen decennium zijn gedaald, zijn de verschillen tussen landen erg groot. Landen met hoge of oude schulden betaalden meestal een hoger rentepercentage. Landen die onderhandse noodleningen ontvingen zien dit ook terug in een lager rentepercentage.