

Nieuwe uitgangspunten voor het begrotingsbeleid

De logica achter het restrictieve begrotingsbeleid van de vorige kabinetten-Rutte is achterhaald. De economische en politiek-bestuurlijke omstandigheden zijn inmiddels drastisch veranderd. Voor toekomstige kabinetten geeft dat ruimte om in en na de coronacrisis extra overheidsinvesteringen te doen die de brede welvaart in Nederland structureel verhogen.

FLIP DE KAM, WIMAR BOLHUIS & JASPER LUKKEZEN

Flip de Kam is emeritus hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen, Wimar Bolhuis is universitair docent aan de Universiteit Leiden en redactielid van S&D, en Jasper Lukkezen is hoofdredacteur van ESB en universitair docent aan de Universiteit Utrecht.

Door de coronacrisis stijgt de schuld van de Nederlandse overheid in twee jaar tijd met € 90 mrd.¹ De vorige keer dat de staatsschuld zo fors opliep was na het uitbreken van de financiële crisis in 2008. De kabinetten-Rutte I en II besloten toen al snel te bezuinigen en de collectieve lasten te verzwaren, in totaal voor € 47 mrd.²

Voor dit begrotingsbeleid is een hoge prijs betaald: het economisch herstel liep flinke vertraging op.³ De negatieve invloed op de economische groei in de periode 2011-2017 is geraamd op 0,7 procentpunt per jaar,⁴ met negatieve gevolgen voor de werkgelegenheid op de korte termijn.

De PvdA betaalde de electorale prijs voor de kabinetsdeelname aan Rutte II en het hierin gevoerde restrictieve begrotingsbeleid: mede door de negatieve sociale en economische effecten werd meerdere verkiezingen op rij (fors) verloren.

De angst bestaat dat de geschiedenis zich zal herhalen en dat de komende jaren

opnieuw in het teken zullen staan van bezuinigingen en lastenverzwaringen. Of die angst waarheid wordt, hangt vanzelfsprekend af van wat de bij de kabinetsformatie betrokken partijen politiek opportuun en economisch verstandig achten.

Het destijds gevoerde restrictieve beleid stelde op drie overwegingen. De voornaamste beweegreden was dat Nederland wilde voldoen aan de normen uit het Europese Pact voor Stabiliteit en Groei. Verder wensten beleidsmakers te voorkomen dat de rentelasten onder pressie van de financiële markten plots fors zouden oplopen. Ten slotte mikten zij op het 'houdbaar' maken van de overheidsfinanciën voor de lange termijn.

Ingehaald begrotingsbeleid

In dit artikel zullen we betogen dat deze drie argumenten voor restrictief beleid die tien jaar geleden in het beleidsdebat de doorslag

gaven, inmiddels fors aan overtuigingskracht hebben ingeboet als gevolg van de veranderde economische en politiek-bestuurlijke omstandigheden. Tegelijk leeft in brede kring het besef dat extra overheidsinvesteringen om diverse redenen gewenst zijn.

De bij de lopende formatie betrokken politieke partijen beschikken dus over meer keuzevrijheid bij het construeren van een nieuw budgettaire raamwerk.⁵

Het is onwaarschijnlijk dat de normen uit het Europese Stabiliteitspact ooit in hun oude vorm terugkomen

De belangrijkste beslissing waar zij voor staan, betreft de herformulering van de budgettaire spelregels. Essentieel hierbij is het zoeken naar een delicate balans tussen de maatschappelijke behoefte aan hogere overheidsinvesteringen en mogelijke risico's voor de financiering van de overheidsfinanciën.

In dit artikel doen wij voorstellen voor dat nieuw budgettaire raamwerk dat een nieuw kabinet kan maken. De keuzes die wij maken scheppen voor de komende kabinetsperiode budgettaire ruimte, in het bijzonder voor hogere investeringen. Het gepresenteerde raamwerk is in eerste aanleg bedoeld voor een nieuw kabinet, maar kan daarnaast ook dienen als input bij het overleg dat Nederland later dit jaar voert met de Europese Commissie over de komende herziening van de Europese begrotingsregels.

Zoals gezegd kende het begrotingsbeleid van de afgelopen kabinetten-Rutte drie uitgangspunten, die vandaag de dag niet langer vastigheid geven: 1) de Europese begrotingsnormen, 2) de pressie van financiële markten en 3) het houdbaarheidssaldo.

Europese begrotingsnormen

Het eerste uitgangspunt — de Europese begrotingsnormen — betreft de begrotingsregels, die de lidstaten van de Europese Unie met elkaar hebben afgesproken. In de nasleep van de financiële crisis wenste Nederland te voldoen aan de schuld- en tekortnorm(en) uit het Pact voor Stabiliteit en Groei. Dat kon nauwelijks anders, aangezien ons land andere EU-lidstaten vele malen de les had gelezen over hun zwakke begrotingsdiscipline.

Volgens de in het Pact vastgelegde normen mag het *feitelijke* tekort op de begroting niet groter zijn dan 3% van het bruto binnenlands product. Daarnaast geldt een middellange-termijndoelstelling voor het *structurele* saldo van de begroting — dit is het feitelijke saldo, gecorrigeerd voor de invloed van de stand van de conjunctuur en incidentele uitschieters. Volgens het Pact voor Stabiliteit en Groei mag het structurele tekort 1% van het bbp niet te boven gaan. Dit heeft — gegeven de vooruitzichten voor de structurele economische groei — opmerkelijke gevolgen voor de schuldquote — de overheidsschuld in procenten van het bbp.

Wij gaan uit van een nominale groei van de economie van structureel 2,9% per jaar: 1% volumegroei — dit groeicijfer hanteert het Centraal Planbureau bij zijn houdbaarheidssommen⁶ — plus 1,9% inflatie — dit is de invulling die de Commissie Parameters⁷ geeft aan de door de Europese Centrale Bank nagestreefde bijna 2% inflatie. Bij langjarig vasthouden aan een structureel tekort van 1% bbp gaat de schuld van de overheid in de richting van 34,4%.

$$\text{structureel tekort [1\%] / nominale bbp-groei [2,9\%]} \times 100 = 34,4\%$$

Een schuldquote die doorzet naar 34,4% van het bbp is vrijwel gelijk aan de geprojecteerde overheidsschuld van 34,5% van het bbp in 2060, die is te vinden in de meest recente middellange-termijnverkenning van het Centraal Planbureau.⁸

Een zodanig schuldniveau is in historisch en internationaal perspectief ongekeerd laag. Nederland heeft zich voor de periode tot 2023 gecommitteerd aan een structureel tekort van ten hoogste een half procent bbp. Dit is dus geen eis van ‘Brussel’, maar een zelfgekozen beperking. In dit geval tendeeft de schuldquote op de lange termijn zelfs naar slechts 17,2%.

Wij zien geen enkel overtuigend argument om de schuld van de overheid op lange termijn terug te brengen tot 17,2% dan wel 34,4% van het bbp. Volgens de schuldnorm uit het Pact voor Stabielheid en Groei mag de overheidsschuld (maximaal) 60% van het bbp bedragen. Een crisisbuffer van 42,8% (60% min 17,2%) dan wel 25,6% (60% min 34,4%) van het bbp – de impliciete keuze bij een structureel tekort van 0,5% respectievelijk 1% van het bbp – is onnodig én onverstandig.

Onverstandig, ten eerste gezien de noodzaak van welvaart verhogende overheidsinvesteringen. Onverstandig ook, gezien de behoefte in de markt aan obligaties met een gering risico, onder andere van financiële instellingen waaronder pensioenfondsen.

Daarbij komt dat de Europese en financieel-economische situatie nu significant verschilt van die van ruim tien jaar geleden. Met het oog op de verwoestende gevolgen van de coronacrisis heeft Nederland ermee ingestemd de Europese begrotingsregels tot nader order buiten werking te stellen. Formeel geldt dit uitstel totdat de Europese economie weer functioneert op het volumepeil van 2019. Maar het lijkt onwaarschijnlijk dat de normen uit het Pact ooit in hun oude vorm terugkomen. Voor staten met hoge schulden, zoals België en Italië, zal dit een brug te ver zijn. Zij zullen begrijpelijkerwijs ten minste pleiten voor langdurig uitstel van het moment waarop de oude normen weer van kracht worden en hoogstwaarschijnlijk aandringen op heroverweging van de in het Pact vastgelegde normen voor begrotingstekort en overheidsschuld.

Voor lidstaten die hun zaakjes min of meer op orde hebben, zal dit slikken zijn. Hun vertegenwoordigers doen er goed aan zich af

te vragen wat herleving van de oude begrotingsnormen in de praktijk zou betekenen. De normen voor tekort en schuld zijn in het verleden vele malen overtreden, zonder dat één lidstaat om die reden ooit is beboet. Met name de schuldnorm is allang een dode letter. In de afgelopen twintig jaar hadden bijna alle lidstaten een schuldratio boven de 60% van het bbp, waaronder Duitsland.

De schuldquote van een aantal lidstaten is – mede door de coronacrisis – inmiddels zo hoog opgelopen, dat het onmogelijk is geworden om deze binnen twintig jaar in jaarlijkse stapjes terug te brengen tot 60% van het bbp. In het geval van Italië (schuldquote 160%) zou dit betekenen dat de overheid twintig jaar achtereen een structureel overschot op de begroting moet realiseren van 5% van het bbp. Voor zo’n begrotingsbeleid bestaat in Italië geen enkel maatschappelijk en politiek draagvlak. Bovendien is het onwaarschijnlijk dat de sterke expansie van de economie, die nodig is om uit de schuld te groeien, kan worden gerealiseerd zonder investeringsruimte.

Ook het inhoudelijke fundament onder de normen voor het feitelijke tekort en de schuldquote is zwak. De economische theorie biedt geen overtuigende analyse dat deze normen voor alle lidstaten individueel en voor de Europese Unie als geheel optimaal zouden zijn. Een schuld van 60% van het bbp was simpelweg het gemiddelde van de landen die destijds het Verdrag van Maastricht ondertekenden. Bij een tekort van 3% bbp blijft dit schuldniveau constant, uitgaande van een nominale groei van de economie van 5% – de consensusverwachting destijds:

$$\text{feitelijk tekort [3\%] / nominale bbp-groei [5\%]} \times 100 = 60\%$$

De tekortnorm en de schuldnorm zijn praktisch dood. Daarnaast stapelt het empirisch bewijs zich op dat naleving van deze normen economische schade aanricht. Daaraan krampachtig vasthouden leidt in een tijd van

laagconjunctuur tot bezuinigingen die de economische cyclus versterken en de overheidsinvesterings substantieel verlagen.⁹

We verwachten dan ook dat de Europese normen voor het feitelijke en het structurele begrotingstekort, en die voor de overheids-schuld, de komende jaren ter discussie zullen staan. De Europese Commissie voert momenteel al verkennende gesprekken over herziening van de begrotingsregels. De European Fiscal Board, de officiële adviseur van de Commissie over het begrotingsbeleid, stelt dat herstel van de overheidsfinanciën in economisch goede tijden nodig is.¹⁰

De Board pleit voor een landen-specifieke aanpak – via een uitgavenregel – om de schuldquote van regelovertreders geleidelijk omlaag te brengen. Deze aanpak vereist aanpassing van de bestaande regels. Het verleden leert dat de eurocraten in Brussel in staat zijn hiertoe vernuftige geitenpaadjes te vinden. Het is dus belangrijk dat Nederland zich intellectueel en strategisch voorbereidt op de onderhandeling over nieuwe begrotingsnormen.

Zonder vooruit te lopen op de uitkomst van ongetwijfeld langdurig en uiterst moeizaam overleg over materiële en mogelijk zelfs formele aanpassingen van de Europese begrotingsregels, zal het binnenkort (?) aantredende nieuwe kabinet toch eigen uitgangspunten voor het nationale begrotingsbeleid moeten zoeken. Al was het maar omdat Nederland in de loop van 2021 een voorstel bij de Europese Commissie moet indienen voor de middellange-termijndoelstelling voor het structurele begrotingssaldo in de periode 2023-2025.

De pressie van financiële markten

Het tweede uitgangspunt bij het begrotingsbeleid na de economische crisis was dat beleidsmakers per se wilden voorkomen dat de rentelasten onder druk van de financiële markten plotseling hoog zouden oplopen. Dit scenario was destijds al zeer onwaarschijnlijk, gezien de relatief goede Nederlandse financieel-economische positie en vooruitzichten. De

potentiële dreiging van hoog oplopende rentelasten is nu sterk verminderd door de combinatie van het *whatever it takes*-beleid van de Europese Centrale Bank en de wereldwijde spaaroverschotten.

Verder drukt de schuldenlast door de fors gedaalde rente veel minder zwaar op de rijksbegroting. De afgelopen twee jaar kon Nederland zelfs leningen met een looptijd van tien jaar sluiten tegen een *negatieve* rente. In deze situatie is financiering van de schuld geen enkel probleem. Integendeel, hoe meer de overheid leent, hoe groter het voordeel voor de schatkist uitpakt.¹¹

De kans op een plotsklapse rentestijging is afgenomen

De Nederlandse overheid heeft de gemiddelde looptijd van haar schuld gestaag langer gemaakt, waardoor de gevolgen van een forse rentestijging voor de overheidsfinanciën nog kleiner zijn. Hierdoor is jaarlijks minder herfinanciering nodig.

Overigens is ook de kans op een plotsklapse rentestijging afgenomen. Tijdens de eurocrisis stegen de rentes op staatsobligaties van probleemlanden nog fors, in reactie op slecht nieuws over die lidstaten. De reactie van de financiële markten is vandaag de dag veel gematigder. Trouwens, onrust op deze markten pakt over het algemeen juist (relatief) positief uit voor safe haven Nederland: ons rentetarief daalt, terwijl die van de probleemlanden stijgen. Kortom, het monetaire beleid van de Europese Centrale Bank, de wereldwijde spaaroverschotten die een veilig heenkomen zoeken en de stijgende gemiddelde looptijd van de Nederlandse overheidsschuld maken anno 2021 het risico uiterst klein dat de rentelasten snel als een molensteen op de begroting gaan drukken.

Het houdbaarheidssaldo

Het derde uitgangspunt bij het begrotingsbeleid toentertijd was het sturen op het houdbaarheidssaldo. Dit saldo laat zien hoe de overheidsschuld zich bij ongewijzigd beleid op lange termijn ontwikkelt. Bij een negatief houdbaarheidssaldo draaien toekomstige generaties voor de rekening op, tenzij op een eerder moment de belastingen omhooggaan of bezuinigingen plaatsvinden.

Het houdbaarheidssaldo kwam in Den Haag centraal te staan vanaf 2006, toen steeds duidelijker werd dat de overheidsfinanciën door de vergrijzing op de lange termijn zouden ontsporen. Vooral in de eerste helft van de jaren tien spanden beleidsmakers zich in om de overheidsfinanciën intergenerationeel ‘houdbaar’ te maken.

Problematisch is dat de naald van dit kompas nogal wilde uitslagen maakt. De omvang van het houdbaarheidssaldo is behoorlijk instabiel, door zijn gevoeligheid voor de bij de becijfering ervan gebruikte aannames. Alkaya wijst erop dat het kabinet in december 2019 op basis van de houdbaarheidssommen van het CPB aangaf dat € 16 mrd diende te worden bezuinigd – een bedrag dat drie maanden later – net voor het uitbreken van de coronacrisis – op basis van een nieuwe raming van de conjunctuur halveerde.¹² In november 2020 was het houdbaarheidstekort weer opgelopen van € 8 mrd naar € 19 mrd¹³ en in maart dit jaar daalde het tot € 16 mrd.¹⁴

Ook dit derde uitgangspunt, het houdbaarheidssaldo, heeft een groot deel van zijn betekenis verloren. Door herhaalde beleidsingrepen is de houdbaarheid van de overheidsfinanciën verbeterd: onder andere de AOW-leeftijd is verhoogd en de hypotheekrenteaftrek is beperkt. Deze maatregelen kwamen overigens vooral voor rekening van jongeren.¹⁵

Relevanter dan de instabiliteit van het saldo en het effect van de inmiddels getroffen maatregelen, is dat het houdbaarheidssaldo in tijden met een lage rente zijn zeggings-

kracht verliest. Door de lage rente is de budgettaire noodzaak voor verdergaande maatregelen weggevallen.¹⁶ Volgens Jacobs is vanuit het houdbaarheidsperspectief ieder tekortniveau te verantwoorden.¹⁷ Dit hangt samen met oplopende spaaroverschotten en de door de vergrijzing dalende consumptievraag.¹⁸

Het CPB erkent dat het houdbaarheidssaldo niet langer informatief is ‘in het onwaarschijnlijke geval dat de reële discontovoet kleiner wordt dan de economische groei’.¹⁹ Bij zijn meest recente houdbaarheidssommen gaat het CPB uit van een reële discontovoet van 2,5% en een economische groei van 1% per jaar op de lange termijn. Op basis van deze uitgangspunten zijn de overheidsfinanciën nog steeds niet houdbaar.

De door het CPB gebruikte discontovoet is voor de overheid echter niet relevant. Deze 2,5% is het geschatte reële rendement op het totale vermogen van gezinnen. De vermogenskosten voor de overheid zijn veel lager: de huidige reële rente op de overheidsschuld is pakweg -1,5% en de Werkgroep Discontovoet adviseert bij maatschappelijke kosten-batenanalyses gebruik te maken van een reële rente van -1%.²⁰ Bij deze lagere discontovoeten zijn de overheidsfinanciën wel houdbaar.

Kortom: drie vertrouwde uitgangspunten van het begrotingsbeleid in de voorgaande Rutte-kabinetten zijn losgeraakt. Zonder vaste uitgangspunten raakt het begrotingsbeleid echter op drift, wat risico’s voor de overheidsfinanciën in zich draagt en later mogelijk noopt tot aanvullende bezuinigingen. De partijen die zijn betrokken bij de kabinetsformatie zullen op zoek moeten naar nieuwe uitgangspunten voor de komende kabinetsperiode. In het vervolg van dit artikel doen wij hiertoe voorstellen.

Een nieuw raamwerk voor het begrotingsbeleid

Een bruikbaar raamwerk voor het begrotingsbeleid moet eenvoudige normen hanteren en moet regelen dat op overschrijding van die

normen afdwingbare sancties staan. Belangrijk daarbij is dat deze normen wortelen in de economische theorie en empirie, zodat zij een confrontatie met de economische realiteit overleven.²¹

Het meest geëigende ‘interne’ uitgangspunt om te voorkomen dat de overheidsfinanciën op drift raken is een norm voor het structurele saldo van de begroting — dit is het feitelijke saldo, gecorrigeerd voor de invloed van de stand van de conjunctuur en voor incidentele factoren. Het structurele saldo geniet de voorkeur boven alternatieven, zoals normen voor het feitelijke saldo en de schuldquote, want alleen sturen op het structurele saldo dempt schommelingen in het niveau van de economische bedrijvigheid (de conjunctuurcyclus).

Dit sturingsinstrument maakt het begrotingsbeleid ‘anti-cyclisch’ — een traditionele wens van sociaal-democraten. Of de economie de wind in de zeilen heeft (hoogconjunctuur), of juist met tegenwind kampt (laagconjunctuur), dit heeft geen invloed op het voor de stand van de conjunctuur geschoonde structurele saldo.

In een tijd van hoogconjunctuur verbetert het feitelijke begrotingssaldo door de hogere belastingbaten en doordat minder geld nodig is voor werkloosheidsuitkeringen. Geldt een norm voor het feitelijke saldo, dan wordt die in een hoogconjunctuur gemakkelijk gehaald en ontstaat ruimte voor extra uitgaven of belastingverlaging. Deze overheidsmaatregelen stimuleren de economie precies op het verkeerde moment, want die draait dan al op volle toeren.

Bij sturen op het structurele saldo leidt de tijdelijke verbetering van het feitelijke saldo niet tot actie. Door de hogere belastingontvangsten en lagere uitgaven beschikt de particuliere sector over minder koopkracht, wat de conjunctuur afremt. Bij economische tegenwind is het andersom. Het feitelijke saldo verslechtert dan tijdelijk door tegenvallende belastingontvangsten en hogere uitgaven voor uitkeringen aan werklozen.

Wordt gestuurd op het feitelijke saldo, dan maakt dit bezuinigingen en/of belastingverhogingen nodig, juist op een moment dat de economie al in een dip zit — zoals het beleid in Rutte I en II pijnlijk liet zien. Het structurele saldo verandert door de tijdelijk tegenzittende conjunctuur niet. Wordt hierop gestuurd, dan zijn dus geen maatregelen nodig die het conjuncturele dal verdiepen.

Het feitelijke saldo is als norm dus ongeschikt, omdat hierop sturen leidt tot ‘procyclisch’ beleid. Dat geldt ook voor sturen op de omvang van de overheidsschuld. Die neemt minder snel toe of daalt in goede tijden en groeit versneld in slechte tijden. Om in het laatste geval de schuldnorm te halen zijn maatregelen nodig (belastingverhoging, bezuinigingen) die de economie dieper de put in duwen.

Een procyclisch begrotingsbeleid schaadt de (brede) welvaartsontwikkeling en brengt de overheidsinvesteringen in de knel

Wanneer normen voor het feitelijke begrotingssaldo en de overheidsschuld luiden in procenten van het bbp, neemt hun procyclische werking extra toe door het ‘noemereffect’. Wij illustreren dit aan de hand van een norm voor de schuldquote — de overheidsschuld in procenten van het bbp. De schuldquote is een breuk met boven de streep (in de teller) de schuld en beneden de streep (de noemer) het bbp. In een tijd van hoogconjunctuur neemt niet alleen de schuld in de teller minder toe, maar expandeert ook de noemer (het bbp). Door dit noemereffect daalt de schuldquote extra snel. Hierdoor ontstaat budgettaire ruimte op een moment waarop hieraan

geen behoefte bestaat, terwijl die ruimte juist krimpt in een tijd van laagconjunctuur, wanneer expansief budgettaire beleid wenselijk is.

Een procyclisch begrotingsbeleid schaadt de (brede) welvaartsontwikkeling en brengt de overheidsinvesteringen in de knel. Want die zijn een gemakkelijk doelwit bij bezuinigingen om het feitelijke tekort of de overheidsschuld in toom te houden.

Door te sturen op het structurele saldo ontstaat geen extra budgettaire ruimte in een tijd van hoogconjunctuur en ontbreekt de noodzaak om te bezuinigen en de lasten te verzwaren in een tijd van laagconjunctuur. Zo stabiliseren de overheidsfinanciën automatisch schommelingen van de conjunctuur en blijft een aanslag op het investeringsbudget achterwege.

Schuldquote als stip op de horizon

De norm voor het structurele saldo is niet los te zien van de schuldquote. Idealiter komen politici tot een waarde voor de na te streven schuldquote na weging van welvaarts theoretische argumenten en een hierbij passende omvang van de overheidsinvesteringen. Voor sociaal-democraten zou dit theoretisch het beste zijn; wat is de maximale brede welvaart die bereikbaar is, en met welke investeringen komen we daar? In de praktijk blijkt de bedoelde weging best lastig te zijn – denk bijvoorbeeld aan de discussies over het rendement van uitgaven aan onderwijs en aan onderzoek en ontwikkeling.

De second best optie is daarom om op een pragmatische manier, gewapend met inzichten uit theorie en empirie, voor de schuldquote een bandbreedte te bepalen, binnen de marge waarvan politici die aan zet zijn een concrete maar veilige waarde van de schuldquote en het structurele begrotingssaldo kunnen kiezen. Toegegeven, dit is een smallere welvaartsbenadering, maar sluit beter aan bij het heersende economische debat.

Als ondergrens voor de bandbreedte stellen wij een schuldquote van 60% voor. Dit komt

tegenwoordig aan de toenemende wereldwijde vraag van financiële instellingen, bedrijven en gezinnen naar hoogwaardig veilig schuld papier en biedt financiële markten voldoende obligaties om financiële transacties af te wikkelen. Het is logisch dat deze ondergrens nu hoger ligt dan in het verleden. De risico's voor de overheid zijn door de gedaalde rente afgenomen, terwijl de maatschappelijke behoefte is toegenomen aan investeringen die alleen de overheid kan doen. Zo komt de overgang naar een klimaatneutrale en circulaire economie alleen met overheidssteun van de grond²², is veel te winnen door de Nederlandse R&D-investeringen naar het niveau van de wereldtop op te trekken²³ en kampt het onderwijs met miljardentekorten.

Als bovengrens stellen wij een schuldquote van 90% voor. Bij een stijgende schuldquote nemen per definitie de risico's voor de overheidsfinanciën toe²⁴ en lopen de baten van extra overheidsinvesteringen terug. Ten eerste kan een hoge overheidsschuld de economische groei afremmen en beginnen deze effecten boven een schuldquote van 90% zichtbaar te worden.²⁵ Ten tweede kan onze ijzersterke debiteurenreputatie verslechteren als experts twijfels krijgen, en 90% is hiervoor een potentieel kantelpunt.

Een ruime meerderheid van de Nederlandse economen geeft aan weinig problemen te zien bij een schuld beneden 90% van het bbp²⁶ en ook het Internationaal Monetair Fonds gebruikt als risico-indicator in zijn modellen voor ontwikkelde economieën een overheidsschuld boven 90%. Ten derde biedt een schuldquote van 90% een comfortabele marge beneden het gemiddelde van de muntunie – nu meer dan 100% van het bbp.

Het structurele begrotingssaldo

Gegeven het structurele groeitempo van de economie, bepaalt de gekozen bandbreedte voor de schuldquote op de lange termijn op welk structureel saldo dient te worden gestuurd. Wij gaan – zoals eerder aangegeven

— uit van een nominale groei van de economie van structureel 2,9% per jaar: 1% volumegroei plus 1,9% inflatie.

Bij een schuldquote van 60% op lange termijn kom je dan uit op een structureel tekort van 1,75% van het bbp. Immers: $[1,74\%/2,9\%] \times 100 = 60\%$. Bij een schuldquote van 90% past een structureel tekort van 2,6% $[2,6\%/2,9\%] \times 100$.

Kiezen voor een structureel tekort van 2,6% van het bbp is verdedigbaar met het oog op de financiering van omvangrijke extra investeringen die de overheid de komende jaren zal moeten doen, maar alleen wanneer voldoende projecten rijp voor uitvoering zijn. In de jaren zeventig van de vorige eeuw en bij de besteding van aardgaswinsten uit het Fonds Economische Structuurversterking bleek het gemakkelijker om geld uit te geven, dan om dat op een zinvolle manier te doen. Daarbij is voor de periode 2021-2025 al € 20 mrd uit het Nationaal Groeifonds beschikbaar.

Zijn additionele welvaart bevorderende investeringsprojecten niet beschikbaar of uitvoerbaar, dan is een structureel tekort van 1,75% van het bbp verstandiger. Dit percentage ligt dichtbij de overheidsinvesteringen die al jaren schommelen rondom 2% van het bbp en sluit dus aan bij de gulden financieringsregel, die zegt dat de overheid mag lenen voor investeringen. Alle generaties die profijt van overheidsinvesteringen hebben, betalen dan mee doordat rente en aflossingen op de lening worden uitgesmeerd over de levensduur van de investering.

Enige terughoudendheid bij de duiding van het structurele saldo is geboden. Het scheiden van conjunctuur en structuur is niet simpel. Ramingen van de structurele, onderliggende ontwikkeling van de overheidsfinanciën blijken mede afhankelijk te zijn van de stand van de conjunctuur op het moment waarop die ramingen worden gemaakt.²⁷

Mede daarom zullen politici een slingerwijdte moeten afspreken die de bandbreedte bepaalt waarbinnen het feitelijke saldo rondom het structurele saldo kan bewegen,

zonder dat aanvullende maatregelen geboden zijn. Op dit moment geeft het Pact voor Stabieliteit en Groei een slingerwijdte van 2,5% van het bbp: het verschil tussen het nagestreefde structurele tekort van 0,5% en het maximaal toegestane feitelijke tekort van 3% van het bbp. Blijft die bandbreedte onveranderd, dan ligt hij — bij een structureel tekort van 1,75% — tussen een feitelijk overschot van 0,75% en een feitelijk tekort van 4,25% van het bbp.

Financiële risico's: drie 'externe' indicatoren

In het raamwerk dat wij voorstellen staat het 'interne' structurele saldo centraal. Tegelijkertijd is zeker dat het nieuwe kabinet een pionierstocht door een onbekend en mistig landschap moet maken: de coronacrisis heeft een financieel-economisch 'niemandslân' geschapen. Wereldwijd en in de EU zijn de economische vooruitzichten onzeker, het gevoerde begrotingsbeleid was ongekend ruim, en het monetaire beleid voorlopig zeer onorthodox.

De toekomst is onvoorspelbaar. Daarom stellen wij drie 'externe' indicatoren voor, elk met een eigen drempelwaarde. Zij geven zicht op de belangrijkste risico's die de Nederlandse overheid bij de financiering van haar uitgaven loopt. Overschrijding van een of meer drempelwaarden is een onmiskenbaar signaal dat het structurele saldo verbetering behoeft. Een af te spreken begrotingsregel kan bepalen dat de regering in zulke gevallen inhoudelijk reageert en aan het parlement een tussentijdse aanpassing van de begroting voorlegt.

Het relatieve verdienvermogen

De eerste risico-indicator is de reële rente op Nederlandse staatsobligaties met een looptijd van tien jaar, ten opzichte van de structurele groei van de economie. Zolang de rentevoet onder de groeivoet ligt, is geen actie vereist. Komt de rente hoger te liggen, dan is actie geboden. Het overschrijden van deze drempelwaarde waarschuwt dat de economie (weer) dynamisch efficiënt is. In een dynamisch

efficiënte economie is het verstandig de bestedingsruimte voor de overheid te beperken, aangezien overheidsbestedingen in dit geval private bestedingen wegdrücken.²⁸ Ook het houdbaarheidssaldo wordt in deze situatie weer beleidsrelevant.

De maatschappelijke behoefte aan overheidsinvesteringen is toegenomen

De rente is nu weer aan het stijgen door inflatiezorgen uit de Verenigde Staten, wat de noodzaak van deze indicator benadrukt. Achterliggend speelt daarnaast een zorg dat wanneer de ECB zijn opkoopprogramma afbouwt, de rentes op staatsobligaties in de EU weer gaan klimmen. Mocht dit gebeuren, dan is het overigens niet zeker dat specifiek de rente op Nederlandse staatsobligaties omhoogschiet. Onze staatsobligaties kunnen ook (opnieuw) een *safe haven* worden ten opzichte van de zwakkere EU-landen, waardoor ons rentetarief juist (relatief) daalt. Desalniettemin is de bijzondere situatie van de langdurige lage renteomgeving en het onorthodoxe ECB-beleid reden om deze nieuwe indicator in de uitgangspunten van het nieuwe begrotingsbeleid op te nemen.

Het spaaroverschot

De tweede risico-indicator betreft het nationale spaaroverschot van de Nederlandse economie – de keerzijde van een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. Is het spaaroverschot van de particuliere sector kleiner dan het spaartekort van de overheid, dan is actie vereist, aangezien de overheid voor haar financiering dan afhankelijk wordt van buitenlands krediet.

Zolang het spaaroverschot van de particuliere sector groter is dan het structurele

spaattekort van de overheid, kan zij in theorie haar schuld binnenlands financieren. Door de kapitaaldekking van het omvangrijke aanvullende pensioenstelsel is het Nederlandse spaaroverschot al sinds de jaren negentig zeer aanzienlijk; sinds de eeuwwisseling bedraagt het gemiddeld 7% van het bbp.²⁹

Een kanttekening hierbij is dat – ondanks een groot overschot op de lopende rekening – de Nederlandse staat op dit moment ongeveer driekwart van haar nieuwe schuld plaatst bij buitenlandse beleggers. Bij een tekort op de lopende rekening staat alleen vast dat Nederland netto kapitaal importeert. Die kapitaalinvloer komt niet noodzakelijk op het conto van de overheid. Ook het Nederlandse bedrijfsleven zou daarvoor kunnen tekenen.

De relatieve schuldpositie

De derde risico-indicator is de relatieve schuldpositie van Nederland. Komt onze schuldquote hoger te liggen dan de gemiddelde quote in de eurozone, dan is actie vereist. Beleggers in euro-obligaties kunnen namelijk op ieder moment zonder veel kosten besluiten om obligaties van het ene voor die van een ander euroland te ruilen, waardoor rentes wijzigen.

Tijdens de eurocrisis gebeurde dit ook: landen met een hoger risico zagen hun rente snel oplopen, landen met een lager risico zagen die juist dalen. Sinds de invoering van de euro tot aan de financiële crisis in 2008-2009 schommelde de schuldpositie van Nederland rond het gemiddelde van de eurozone, sindsdien ligt onze schuldquote een stuk lager.

Een alternatief is om te kijken naar de mate waarin de rente op door Nederland uitgegeven staatspapier afwijkt van het gemiddelde in het eurogebied. Onze relatieve rentepositie weerspiegelt het vertrouwen van de financiële markten in Nederlands schuldpapier beter dan de relatieve schuldpositie. De rentepositie als indicator is veel actueler dan de schuldposities van eurolanden, die vertraagd bekend worden. Anderzijds is de volatiliteit van rentespreads mogelijk bezwaarlijk; zij kan tot over-

haaste beleidsreacties en bestuurlijke onrust leiden. Nader onderzoek naar de beste indicator ter beoordeling van de relatieve schuldpositie van Nederland is daarom wenselijk.

Budgettaire ruimte

Het begrotingsraamwerk dat wij voorstellen biedt in onze ogen een 'veilige' ruimte die mogelijk benut kan worden voor extra overheidsinvesteringen. In de meest recente middellange-termijnverkenning van het Centraal Planbureau daalt het structurele tekort op het basispad (zonder nieuw beleid) in de loop van de reguliere kabinetsperiode geleidelijk van 1,4% tot 1% van het bbp.³⁰

De overgang naar een klimaatneutrale en circulaire economie kan alleen met overheidssteun van de grond komen

Kiest een nieuw kabinet voor een structureel tekort van 1,75%, dan ontstaat de komende jaren ten opzichte van het basispad van de doorgerekende verkiezingsprogramma's budgettaire ruimte voor nieuw beleid.³¹ In 2025 gaat het om ruim € 7 mrd en komt de schuldquote uit op 57%, om op lange termijn te stabiliseren op 60%. Over de gehele kabinetsperiode ontstaat cumulatief bijna € 20 mrd ruimte.

Bij de keuze voor een structureel tekort van 2,6% van het bbp neemt de budgettaire ruimte in het laatste kabinetsjaar toe tot ruim € 15 mrd; cumulatief over de kabinetsperiode komt € 50 mrd beschikbaar. In 2025 staat de schuldquote dan op 60% en op lange termijn

zal deze doorstijgen en stabiliseren op 90%.

In beide scenario's geeft het hogere tekort een impuls aan de groei van de economie, wat budgettaire 'inverdieneffecten' genereert. Daarmee rekening houdend valt de schuldquote (door het al vermelde noemereffect) lager uit dan 57%, respectievelijk 60%.

De formerende partijen beschikken bij het uitstippelen van het begrotingsbeleid voor de periode 2022-2025 dus over budgettaire armslag. Wel blijven koers en maatvoering onverminderd van belang. Een te ruim bemeten beleid beknot de beleidsvrijheid van toekomstige kabinetten. Een te krap beleid miskent de maatschappelijke behoefte aan bepaalde investeringen en beknipt op de welvaart op korte, middellange en lange termijn.

Aanbevelingen voor de Europese inzet

Zoals gezegd keren de Europese normen voor het feitelijke tekort (3% van het bbp) en de overheidsschuld (60% van het bbp) onder druk van andere lidstaten waarschijnlijk niet meer terug. realiseren steeds meer sociaaldemocraten in Europa en Nederland zich dat Vanwege het procyclische karakter van deze normen is het verstandig als Nederland geen bezwaar maakt tegen het verdwijnen van de tekort- en schuldnormen, maar constructief meedenkt over alternatieven. Gelukkig deze begrotingsregels na de vorige crisis een schadelijk effect hadden op het economisch herstel en pleiten zij nu voor aanpassing hiervan.

Bij de middellange-termijn doelstelling voor het structurele begrotingstekort achten wij het verstandig dat Nederland bij het overleg in Brussel inzet op 1,75% van het bbp voor de periode 2023-2025; of nog iets meer, bij een hogere investeringsambitie. Bij een structureel tekort van 1,75% van het bbp past dat het feitelijke saldo onder invloed van de conjunctuur beweegt tussen een tekort van 4,25% en een overschot van 0,75% van het bbp, zonder dat het begrotingsbeleid wordt aangepast.

Noten

- 1 Centraal Planbureau (2021). *Centraal Economisch Plan 2021*, Den Haag: CPB.
- 2 Suyker, W. (2015). *Tekortreducerende maatregelen 2011-2017 (incl. 5-miljard pakket)*. CPB Achtergronddocument 15 september 2015. Den Haag: Centraal Planbureau.
- 3 Jacobs, B. (2016). *De rekening van Rutte*. Blog Economisch Statistische Berichten 20 september 2016.
- 4 Suyker, W. (2016). Opties voor begrotingsbeleid. *CPB Policy Paper 2016/02*. Den Haag: Centraal Planbureau.
- 5 Ook de twee belangrijkste adviseurs op begrotingsgebied, de Studiegroep Begrotingsruimte en de Raad van State, dringen overigens aan op het vinden van nieuwe uitgangspunten. Zie: Raad van State (2021). *Voorjaarsrapport 2021*. Den Haag: Raad van State.
- 6 Adema, Y., en I. van Tilburg (2019). *Zorgen om morgen. Vergrijzingsstudie 2019*. Den Haag: Centraal Planbureau.
- 7 Commissie Parameters (2019). *Advies Commissie Parameters*. Den Haag: Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid.
- 8 Centraal Planbureau (2021). *Actualisatie Verkenning Middellange termijn 2022-2025 (maart 2021)*. Den Haag: CPB.
- 9 Ardanaz, M., Cavallo, E., Izquierdo, A., en Puig, J. (2020). *Growth-friendly fiscal cuts; Safeguarding public investment from budget cuts through fiscal rule design*. IDB Working paper series 1082. Washington: Inter-American Development Bank; Jong, J.F.M. de (2019). *Fiscal Policy in the European Economic and Monetary Union*. Proefschrift Rijksuniversiteit Groningen; Fatás, A., en L.H. Summers (2018). *The permanent effects of fiscal consolidations*. *Journal of International Economics*, 112, 238-250; House, C.L., C. Proebstring, en L.L. Tesar, 2020, Austerity in the aftermath of the great recession, *Journal of Monetary Economics*, 115(2020), 37-63.
- 10 European Fiscal Board (2021). *Annual Report 2020*. Brussel: Europese Commissie.
- 11 Teulings, C. (2020). De private sector verlangt een hogere staatsschuld en dat levert ook nog wat op. *Economisch Statistische Berichten*, 105(4788), 364-367.
- 12 Alkaya, M. (2020). *Hecht niet teveel waarde aan modellen die de wereld in 2060 voorspellen*. Blog Economisch Statistische Berichten 30 november.
- 13 Centraal Planbureau (2020). *Actualisatie Verkenning Middellange termijn 2022-2025 (november 2020)*. Den Haag: CPB.
- 14 Centraal Planbureau (2021). *Actualisatie Verkenning Middellange termijn 2022-2025 (maart 2021)*. Den Haag: CPB.
- 15 Jacobs, B. (2019). *Houdbaarheidstekort en begrotingsregels verliezen hun economische betekenis*. Blog Economisch Statistische Berichten, 16 augustus.
- 16 Jacobs, B. (2019). *Houdbaarheidstekort en begrotingsregels verliezen hun economische betekenis*. Blog Economisch Statistische Berichten, 16 augustus.
- 17 Jacobs, B. (2020). Beleidsfouten dreigen door verkeerde conclusies uit houdbaarheidsommetingen. *Economisch Statistische Berichten*, 105(4781), 28-31.
- 18 Goodhart, C., en M. Pradhan (2020). *The great demographic reversal: ageing societies, widening inequality, and an inflation revival*. Londen: Palgrave MacMillan.
- 19 Adema, Y., en I. van Tilburg (2019). *Zorgen om morgen. Vergrijzingsstudie 2019*. Den Haag: Centraal Planbureau.
- 20 Werkgroep Discontovoet 2020 (2020). *Rapport Werkgroep Discontovoet 2020*. Den Haag: Ministerie van Financiën.
- 21 Wyplosz, C. (2013). Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences. In: Alesina, A., en Giavazzi, F. (red.), *Fiscal Policy after the Crisis*. Chicago: University of Chicago Press / National Bureau of Economic Research, 495-525.
- 22 Ongering, L. (2021). Nieuwjaarsartikel: Vaart maken richting een duurzaam verdienvermogen. *Economisch Statistische Berichten*, 106(4793), 6-9.
- 23 Erken, H., F. van Es, en E.J. van Harn (2021). De lage R&D-investeringen in Nederland kosten groei. *Economisch Statistische Berichten*, 106(4796s): 40-44.
- 24 Haan, J. de, en L. Hoogduin (2020). Voortdurend begrotingsbeleid vraagt om Zalmnorm en tekortregel. *Economisch Statistische Berichten*, 105(4790), 484-487.
- 25 Lukkezen, J., en W. Suyker (2013). *Naar een prudent niveau van de overheidsschuld*. CPB Policy Brief 2013/5. Den Haag: Centraal Planbureau.
- 26 Muijnck, S. de, R. van Tilburg, en J. Lukkezen (2020). Voor Nederlandse economen gaat bij investeren groen en sociaal boven productiviteit. *Economisch Statistische Berichten*, 105(4790), 480-483. Verschillende topambtenaren delen deze visie (Ongering, L. (2021). Nieuwjaarsartikel: Vaart maken richting een duurzaam verdienvermogen. *Economisch Statistische Berichten*, 106(4793), 6-9; Hasekamp, P. (2021). De economische zwaartekracht bestaat nog. *Opinie Financiële Dagblad*. 19 februari).
- 27 Butler, B., A. Stokman, en D. van Dijk (2017). Voorspellers onderschatten cycliciteit van de economie, *Economisch Statistische Berichten* 102(4755), 552-555; Hers, J., en W. Suyker

- (2014). *Structural budget balance. A love at first sight turned sour*. CPB Policy Brief 2014/07. Den Haag: Centraal Planbureau.
- 28 Blanchard, O. (2019). Public Debt and Low Interest Rates. *American Economic Review* 109(4): 1197-1229.
- 29 Butler, B., K. Carlier, G. Schot-ten, en M. Volkerink (2019). *Het spaaroverschot van Nederlandse bedrijven ontrafeld*. DNB Occasional Studies 17-4. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- 30 Centraal Planbureau (2021). *Actualisatie Verkenning Middellange termijn 2022-2025* (maart 2021). Den Haag: CPB.
- 31 Centraal Planbureau (2021). *Actualisatie Verkenning Middellange termijn 2022-2025* (maart 2021). Den Haag: CPB.