

1.2 Schuld zonder boete(n)?

Krijgt de overheid dankzij de lage rente uitzicht op meer geld? Wensen te over, maar de bomen groeien niet tot in de hemel. Nul schuld is niet de beste schuld, maar lenen gaat alleen maar goed zo lang kredietverstrekkers geloven dat je ooit gaat kunnen terugbetalen. De overheid – met haar eeuwige leven – kan zich daarbij meer veroorloven dan de gewone burger, maar ook daar is de ruimte niet onbegrensd. Ook voordat de kapitaalmarkten potdicht gaan, vragen hoge schulden hun tol. Al zijn geleerden het er niet over eens bij welk niveau de groei precies gaat sputteren, torenhoge schulden leiden uiteindelijk tot hogere risico-opslagen in de rente en tot lagere investeringsbereidheid. Daarnaast is het ook voor de overheid verstandig een buffertje aan te leggen voor als het tegenzit; om niet te hoeven bezuinigen als de conjunctuur omslaat; en om reddingsacties te kunnen uitvoeren (en financieren) in tijden van acute crisis. Als je de verschillende generaties gelijk wilt behandelen, moet je je bovendien rekenschap geven van de vergrijzing van de samenleving; wat nu gemakkelijk te betalen is, kan spannend worden als er meer mensen komen die zorg en AOW gaan ‘genieten’, terwijl er minder actieven zijn die belasting betalen. Binnen de EU hebben we daarnaast nog budgettaire afspraken gemaakt waaraan we anderen graag houden, en een goed voorbeeld begint natuurlijk bij jezelf. Dit zijn allemaal bekende overwegingen en beperkingen om de overheidsfinanciën gezond te houden, maar ze stammen uit andere tijden.¹⁰ Wat gebeurt er als we teruggaan naar de onze – het tijdperk van een ongekend lage rente?

Blanchard suggereerde in een veel geciteerde speech dat de welvaartskosten van hoge schulden meer behapbaar zouden kunnen zijn, nu de rente laag is.¹¹ Een bekende boekhoudkundige wet leert immers dat een overheidsschuld niet ontploft, zolang de rente lager is dan de economische groei (en het primair tekort klein genoeg is zodat je het kunt negeren); als je de rentebetalingen dan doorrolt, is de aanwas van de schuld (de teller), kleiner dan de groei van het bbp (de noemer). En, zo beweerde Blanchard, de rente was in de VS recentelijk onder de groeivoet gedoken en dat was historisch gezien eerder de regel dan de uitzondering.¹² Het risico van verdringing van private investeringen is daarmee voor sommige landen wellicht kleiner dan gedacht; met een boost nu kan de welvaart wellicht naar een hoger plan in de toekomst. En nu het monetair beleid zijn grenzen bereikt en veel landen worstelen om de overheidsfinanciën terug te brengen naar pre-crisisniveau, is extra ruimte om de economie te stabiliseren reuze welkom. En is er meer ruimte voor productieve investeringen. Een ontregelend en verfrissend nieuw perspectief.

Zoals altijd liggen de feiten genuanceerd en zijn snelle conclusies riskant; het ene land is het andere niet, het ene jaar is het andere niet en het primair tekort is ook niet altijd te verwaarlozen klein. Een simpele data-analyse voor de jaren 1961- 2017 laat zien dat de verleidelijke gedachte van Blanchard voor Europa niet zomaar opgaat.¹³ Zo is het gemiddelde rente-groeiverschil voor de 22 grootste OESO-landen in deze periode niet negatief, maar positief: 0,2%. Voor de eurolanden is het gemiddelde 0,9%, maar voor Nederland -0,6% (en -0,8% voor de periode 1951-2017).¹⁴ Als je achter de gemiddelden kijkt, zie je dat het verschil in ongeveer de helft van de jaren tussen 1961 en 2017 negatief is. Waarnemingen met een negatief verschil tussen rente en

¹⁰ Suyker, W., 2016, Opties voor begrotingsbeleid, CPB Policy Brief 2016/02 ([link](#)).

¹¹ Blanchard, O., 2019, Public debt and low interest rates, *American Economic Review*, vol. 109(4): 1197-1229 ([link](#)).

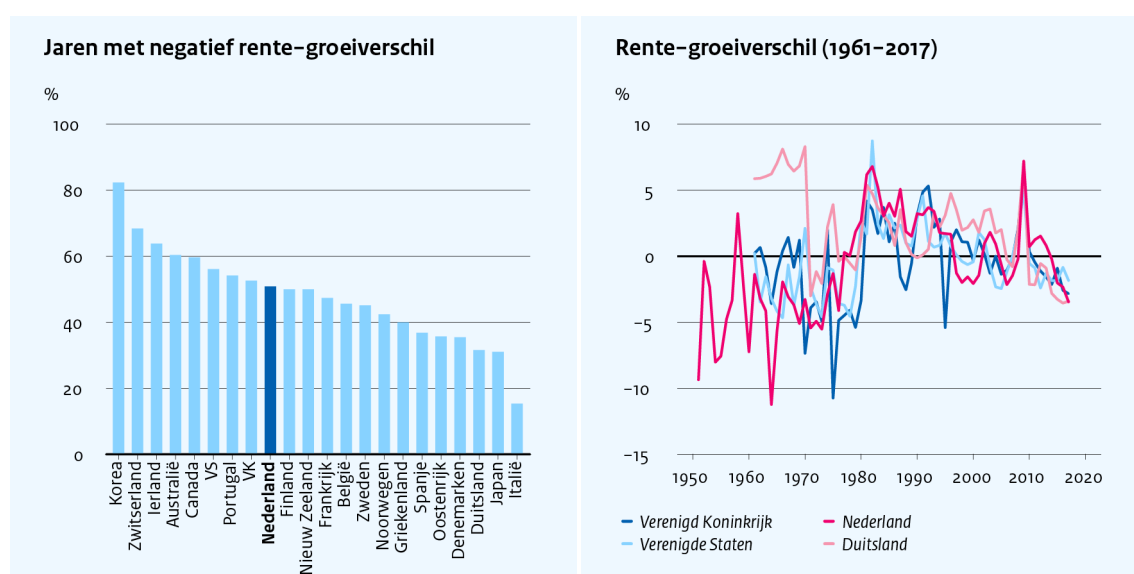
¹² Blanchard rekent met een tienjaarsrente gecorrigeerd voor belastingopbrengsten over betaalde rente; Blanchard trekt dit af van de rentevoet. Hierdoor neemt de frequentie van het rente-groeiverschil kleiner dan nul toe.

¹³ De beschikbaarheid van data voor meerdere landen drijft de keuze van de periode 1961-2017.

¹⁴ OESO onderzoek uit de jaren negentig concludeert dat het rente-groeiverschil waarschijnlijk positief is op de middellange en lange termijn, zie Blanchard, O., J.C. Chouraqui, R. Hagemann en N. Sartor, 1990, The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question, *Economic Studies* 15 ([link](#)). Nieuwe empirie neigt al meer naar een mogelijk negatief rente-groeiverschil, maar sluit een positief verschil op de lange termijn niet uit, zie Barret, P., 2018, Interest-growth differentials and debt limits in advanced economies, IMF Working Paper WP/18/82 ([link](#)).

groei vertegenwoordigen 49,7% van de steekproef (figuur 1.7, links).¹⁵ Nederland kent in 51% van de jaren 1961-2017 een negatief verschil (66% voor de jaren 1951-2017), maar voor een land als Duitsland ligt dit percentage duidelijk lager. Daarnaast fluctueert het teken van het verschil tussen rente en groei over de tijd nogal (zie figuur 1.7, rechts), periodes met positieve en negatieve scores wisselen elkaar af.¹⁶ Voor de schulddynamiek blijkt, naast de verhouding tussen rente en groei, toch ook de overige schuldaanwas (het primaire saldo) relevant.¹⁷ De schuld neemt weliswaar vaker af (67,8% van de tijd) dan dat hij stijgt als het verschil tussen rente en groei negatief is, maar dat gebeurt zeker niet altijd. Als het saldo positief is, dan stijgt de schuld vaker (68,0% van de tijd). Figuur 1.8 links zet het (geschatte) primair saldo af tegen de (geschatte) overheidsschuld voor 2019. Voor een flink aantal landen zien we een behoorlijk primair tekort in combinatie met een hoge overheidsschuld, wat erop duidt dat deze landen niet meteen toe zijn aan een relaxtere houding om extra schulden aan te gaan.

Figuur 1.7 Aandeel van jaren met negatief rente-groeiverschil, en rente-groeiverschil voor Nederland, Duitsland, Verenigd Koninkrijk, Verenigde Staten, 1961 - 2017



Noot: r is de 10-jaarsrente.
Bron: Wereldbank, OESO ([link](#)).

Als je extra uitgaven of lastenverlichting aangaat in de jaren dat het rente-groeiverschil negatief is, dan is procyclisch beleid niet ondenkbeeldig. Figuur 1.8 rechts zet de (geschatte) output gap af tegen het geschatte verschil voor 2019. Voor de meeste landen zien we dat het huidige negatieve verschil gepaard gaat met een positieve output gap.¹⁸ Dat suggereert dat nu in de bus blazen procyclisch zou kunnen uitwerken. Maar er is natuurlijk geen noodzaak of verplichting dit beleid per jaar in te zetten. Sterker nog, de conjunctuur ramen is lastig, implementatie vergt tijd.¹⁹ Ofwel, goede redenen voor beleid gericht op de middellange termijn met automatische stabilisatoren in plaats van actief begrotingsbeleid.

¹⁵ Deze analyse spoort met de resultaten van Wyplosz, zie Wyplosz, C, 2019, Olivier in wonderland, VoxEU ([link](#)).

¹⁶ Zo bedraagt het rente-groeiverschil in de periode 1980-2017 1,3% voor Nederland.

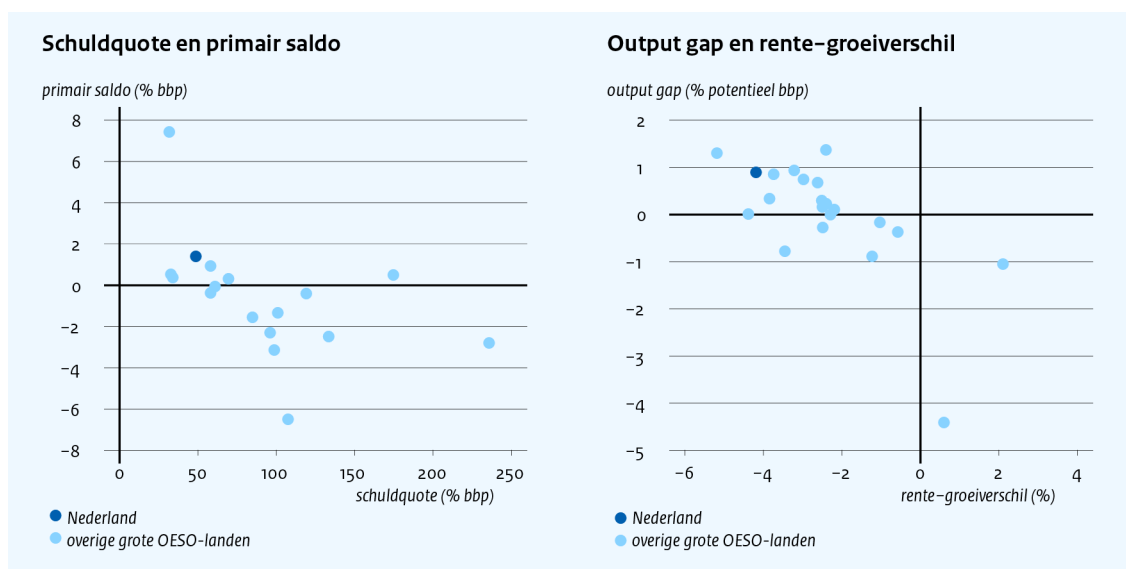
¹⁷ Bron: Wereldbank, OESO. Wyplosz, C, 2019, Olivier in wonderland, VoxEU ([link](#)) heeft een vergelijkbare tabel. Cochrane, J, 2019, The value of government debt, NBER Working Paper 26090 ([link](#)) laat zien dat een deel van de variatie in de schuldquote ex ante samenhangt met variatie in de discontovoet. Ex post vindt hij geen verband.

¹⁸ De ECB heeft een vergelijkbare analyse, zie Checherita-Westphal, Interest rate growth differential and government debt dynamics, ECB Economic Bulletin, Issue 2/2019 ([link](#)).

¹⁹ Zie Hers, J. en W. Suyker, 2014, Structural balance: a love at first sight turned sour, CPB Policy Brief 2014/07 ([link](#)).

Traditioneel kiest Nederland voor een structurele focus, met het vizier op de toekomst. Schuld ga je aan voor een langere periode. Dat betekent je niet blindstaren op de cijfers van vandaag, maar nadenken hoe de wereld er op termijn uitziet en wat dat dan terugrekenend betekent in het hier en nu. Ramen is lastig, zeker als het de toekomst betreft, maar helemaal bleu zijn we ook weer niet.²⁰

Figuur 1.8 Relatie schuldquote en primair saldo in 2019 (links) en rente-groeiverschil en output gap in 2019 (rechts)



Bron: IMF World Economic Outlook database, OESO, AMECO ([link](#)).

Zo weten we dat Nederland vergrijst en dat daarmee druk ontstaat op het primair saldo en de schuld. De vergrijzing doet zich al voelen en de omvang laat zich relatief goed voorspellen. Voorzieningen als pensioenen en zorg bieden uitzicht op een waardige oude dag, maar moeten wel betaald worden. De verhouding tussen actieven en inactieven wordt hiervoor ongunstiger. Een blik alleen op de rente en groeicijfers levert een kortzichtig beeld op.

Een prudente vooruitblik houdt bovendien rekening met het systematische risico in een economie en kiest dan ook een risico-gewogen discontovoet.²¹ Zo is de belastingbasis geen stabiel gegeven, maar hangt deze af van de economie, de kapitaalmarkten en de mobiliteit van de belastinggrondslag. De economie groeit dankzij onderwijs, innovatie, risico nemen en ondernemen. Typisch activiteiten die met onzekerheid en ups-and-downs gepaard gaan. Een deel van de toekomstige belastingen hangt in Nederland ook op het rendement dat over pensioenvermogen wordt gemaakt. Pensioen wordt pas bij het genieten ervan met inkomstenbelasting belast en bij consumptie van dit inkomen heft de overheid vervolgens btw en accijnzen. De vergrijzingsommen van het CPB houden expliciet rekening met deze onzekerheden door een hogere discontovoet te gebruiken voor toekomstige begrotingsstromen dan de risicovrije rente. Ook de risico-gewogen discontovoet daalt, maar blijft vooralsnog hoger dan de groeivoet.²² Als je alleen een blik op de risicovrije rente werpt, kijk je als het ware langs dit probleem van de onzekere toekomst.

²⁰ Dit citaat wordt aan velen toegeschreven, de eerste spreker blijkt Anoniem ([link](#)).

²¹ Werkgroep discontovoet 2015 ([link](#)).

²² De vergrijzingsstudie zal een update bevatten van de relevante risico-gewogen discontovoet en groeivoet. De discontovoet wordt bepaald op basis van de vermogens en schulden van Nederlandse huishoudens, zie ook Werkgroep Discontovoet, 2015, ([link](#)) en Aalbers, R., 2015, Een risico-gewogen discontovoet voor de Nederlandse economie, CPB Notitie 9 november 2015 ([link](#)). Op basis van de rendementsinschatting van de Commissie parameters, 2019, ([link](#)) en overige actuele data resulteert een risico-gewogen discontovoet die hoger is dan de groeivoet.

En dus? Subtiele feiten lenen zich niet voor oogverblindende conclusies. Het vinden van het juiste zichtpunt is lastig. De vergrijzingssommen lieten ten tijde van het Regeerakkoord een zeker tekort zien en er is geen aanleiding voor optimisme richting de update in december.²³ Een lagere discontovoet maakt het wellicht eenvoudiger een project te vinden met een positieve maatschappelijke kosten-batenanalyse (MKBA).²⁴ Helaas maakt een lagere discontovoet het ook lastiger de overheidsfinanciën houdbaar te maken, omdat het rendement op de spaarpot voor later (voor de vergrijzingskosten) kleiner wordt. En een investering die de productiviteit van de economie verhoogt, leidt tot een grotere koek in de toekomst, maar contra-intuïtief ook tot een verslechtering van de houdbaarheid.²⁵ Veel overheidsuitgaven zijn gekoppeld aan de groei of aan de lonen, waardoor hogere productiviteit leidt tot hogere overheidsuitgaven, hogere zorgkosten, hogere lonen en een hogere indexatie van de AOW. Het doorgeven van deze grotere koek naar een groeiende populatie ouderen is daarom duurder.

Tegelijkertijd is de huidige nominale rente – mede dankzij lage risicopremies op staatsobligaties - laag of zelfs negatief en de markten denken dat dit nog wel even zo blijft. De reputatie van begrotingshavik rendeert. De Nederlandse schuld (49,3% bbp dit jaar en 47,6% volgend jaar) is relatief laag, of je nu kijkt naar de Brusselse regels of de gewenste buffer met het oog op crisis. Ook al laten analyses zien dat Nederland schokgevoeliger is dan een doorsnee economie, we kunnen een stootje hebben.²⁶ Ook internationaal, Nederland heeft al jaren een fors overschot op de Lopende Rekening. De Europese begrotingsregels kennen arrangementen voor het financieren van de transitiekosten bij een structurele hervorming. En als je dan kiest voor incidentele posten, wordt het primair saldo niet structureel belast.²⁷ En als je die tijdelijke plannen dan lang financiert, klink je het huidige renteniveau voor een flinke periode vast. Een afwijking van het Musgrave criterium van gelijke arrangementen voor toekomstige generaties – de standaard in de vergrijzingssommen - is uiteindelijk een politieke keuze, in sommige vormen (productiviteit, milieu) wellicht minder kwetsbaar voor generatiedebatten dan in andere.

Een route van tijdelijke impulsen is niet zonder risico's. Kapitaalmarkten geloven niet in sprookjes en ook kiezers laten zich geen rad voor ogen draaien: gratis geld bestaat niet. Investeren gaat met risico's gepaard, en dat geldt voor de overheid net zo goed als voor het bedrijfsleven. Daarbij kan de overheid de opbrengsten van goed renderende publieke investeringen veelal slechts ten dele omzetten in klinkende munt voor de begroting. Verder is niets zo blijvend als een tijdelijke maatregel. De VS kent vele tijdelijke belastingverlagingen die steeds worden bestendigd en ook Nederland is op dit punt niet lelieblank.²⁸ Het probleem van eeuwig tijdelijk doet zich natuurlijk minder voor bij maatregelen die intrinsiek een einde kennen. Mogelijk dat onderdelen van de energie- en klimaattransitie hieraan voldoen. Ervaring leert ook dat het onderscheid tussen intensivering en investering - in den beginne zo goed leesbaar - over de tijd heen vervaagt. Begrotingsregels en fondsen bieden mogelijk bescherming tegen dit type verleidingen, maar hoe verfijnder de regels, hoe moeilijker het blijkt ze na te leven. Het pad naar de hel is bezaaid met goede voornemens ☺.

²³ Zie CPB, 2019, AOW variant en Arbeidsaanbod, CPB notitie, 5 juni 2019 ([link](#)). Daarin staat vermeld: 'Uit de hier gepresenteerde partiële effecten kan dus geen conclusie getrokken worden ten aanzien van omvang en richting van de aanpassing van het houdbaarheidssaldo later dit jaar. Zo is te verwachten dat enkele andere ontwikkelingen, bijvoorbeeld in de zorg, een tegengesteld en mogelijk groter effect op het houdbaarheidssaldo zullen hebben.' De gunstige effecten die in de partiële analyse werden gesignaleerd, zijn sedertdien grotendeels aangewend.

²⁴ De discontovoet wordt gewogen met de vermogensaandelen van de relevante portefeuille en is daardoor niet identiek voor MKBA's en vergrijzingsstudies.

²⁵ Zie CPB, 2014, Minder zorg om vergrijzing, CPB Boek 12 ([link](#)). Zie met name paragraaf 5.2.2.

²⁶ Zie Miljoenennota 2019, Bijlage 18, Schokproef overheidsfinanciën 2019 ([link](#)).

²⁷ En de vergrijzingssommen amper.

²⁸ De tijdelijke IOW is diverse malen verlengd, de versoering van de zorgtoeslag telkenmale aangehouden. De tijdelijke verlaging van de BTW voor arbeidsintensieve diensten is structureel geworden.