

#Stembuzz | Economisch Bureau & Sector Advisory | 11 maart 2021

## #Stembuzz – Wie gaat dat allemaal betalen?

*Over de staatsschuld na de verkiezingen, de kosten en de eigenaren van die schuld*

Floortje Merten en Jolien van den Ende, CFA

Tel: +31 (0)6 233 77 238 / [floortje.merten@nl.abnamro.com](mailto:floortje.merten@nl.abnamro.com)

Tel: +31 (0)6 811 43 568 / [jolien.van.den.ende@nl.abnamro.com](mailto:jolien.van.den.ende@nl.abnamro.com)

Politieke partijen presenteren in hun partijprogramma's een expansief fiscaal beleid, wat leidt tot aanhoudend overheidstekort gedurende de komende kabinetsperiode. Hierdoor is de Nederlandse financieringsbehoefte voor de jaren 2022 en 2023 relatief hoog en komt de staatsschuld mogelijk net boven 60 procent van het bbp uit in 2025. Vanwege de hoge kredietwaardigheid van het Nederlandse schuld papier is de financiering hiervan echter geen probleem. Beleggers staan in de rij om het hooggewaardeerde schuld papier te kopen.

*Deze publicatie is onderdeel van een serie van ABN AMRO over de verkiezingen. Hierin bespreken wij economisch relevante onderwerpen die in de partijprogramma's, debatten en dergelijke de revue passeren. Overige publicaties uit deze serie zijn onderaan dit artikel te vinden.*

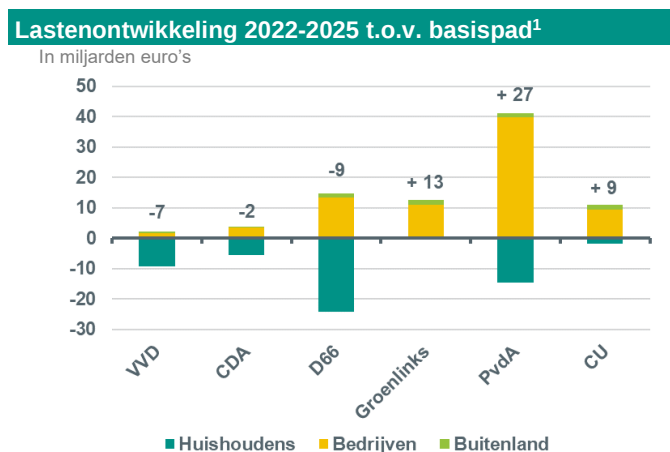
Op 17 maart gaat Nederland naar de stembus. Ter voorbereiding op deze Tweede Kamerverkiezingen heeft het Centraal Planbureau (CPB) haar resultaten van de doorrekening van verkiezingsprogramma's gepubliceerd. In deze doorrekening, genaamd 'Keuzes in Kaart 2022-2025' (zie [hier](#)), presenteert het CPB onder andere de economische gevolgen van de partijprogramma's van 10 van de 37 kiesbare partijen. Het CPB vergelijkt de economische gevolgen van de partijprogramma's met het basispad voor 2022-2025, welke uitgaat van ongewijzigd beleid. De Actualisatie Verkenning middellange termijn 2022-2025 van het CBP (zie [hier](#)) uit november 2020 vormt de fundering van dit basispad. In deze publicatie focussen wij ons op de zes partijen welke volgens ons de grootste kans hebben om in de coalitie terecht te komen, en waarvan wij logischerwijs verwachten dat een selectie van de plannen in het regeerakkoord zal worden opgenomen. Dit betreft VVD, CDA, D66, Groenlinks, PvdA en ChristenUnie (CU).

Uit de doorrekening van het CPB wordt duidelijk dat alle zes politieke partijen van plan zijn om de overheidsuitgaven te verhogen gedurende de kabinetsperiode (2022-2025) ten opzichte van het basispad (zie onderstaande grafiek links). Onder VVD en CDA lijken de overheidsuitgaven in eerste instantie af te nemen gedurende de kabinetsperiode. Het beeld is echter vertekend door incidentele (hoge) uitgaven in 2021 die verband houden met het steunbeleid van de overheid. Indien hiervoor wordt gecorrigeerd, nemen de overheidsuitgaven onder alle zes politieke partijen toe. Bovendien willen

alle politieke partijen behalve VVD en D66 de overheidsinkomsten mee laten stijgen. Uit onderstaande grafiek rechts blijkt dat alle politieke partijen behalve Groenlinks de lasten voor huishoudens willen verlichten ten opzichte van het basispad en dat alle politieke partijen de lasten voor bedrijven willen verhogen ten opzichte van het basispad, al bestaan er grote verschillen tussen politieke partijen onderling.



Bron: CPB (Keuzes in Kaart 2022-2025), ABN AMRO Group Economics



Bron: CPB (Keuzes in Kaart 2022-2025), ABN AMRO Group Economics

Bezuinigen is voorlopig niet aan de orde; alle partijen kiezen ervoor om de economie uit de Covid-19-recessie te stimuleren door middel van een expansief fiscaal beleid. Voor alle partijen geldt dan ook dat de overheidsinkomsten niet genoeg toenemen om te compenseren voor de toename in overheidsuitgaven, met als gevolg een aanhoudend overheidstekort. Volgens het CPB leidt dit expansieve beleid daarentegen wel tot hogere gemiddelde jaarlijkse bbp groei (behalve onder CU), hogere koopkracht en hogere werkgelegenheid ten opzichte van het basispad, alsmede hogere jaarlijkse inflatie (behalve onder VVD).

### Macro-economische projecties o.b.v. partijprogramma's voor 2022-2025

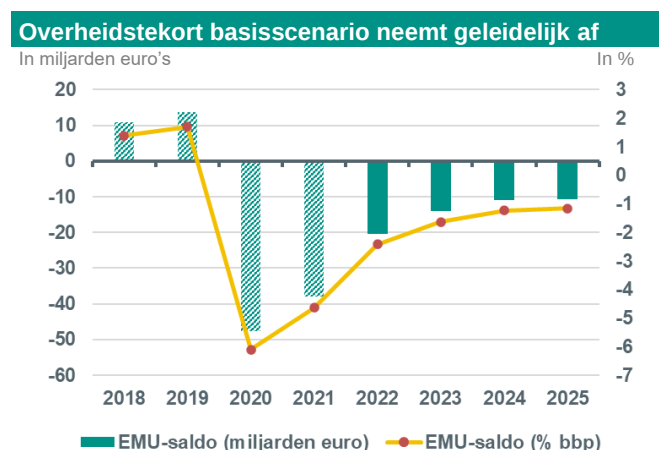
|                                                        | Basispad | VVD | CDA | D66 | Groenlinks | PvdA | CU  |
|--------------------------------------------------------|----------|-----|-----|-----|------------|------|-----|
| <i>Gemiddelde verandering in % per jaar, 2022-2025</i> |          |     |     |     |            |      |     |
| <i>Bbp-volume</i>                                      | 1.5      | 1.9 | 1.7 | 1.9 | 1.6        | 1.9  | 1.5 |
| <i>Inflatie (hicp)</i>                                 | 1.5      | 1.3 | 1.7 | 1.8 | 1.8        | 2.2  | 1.8 |
| <i>Koopkracht (mutatie median)</i>                     | -0.1     | 0.6 | 0.4 | 1.2 | 0.9        | 1.8  | 0.6 |
| <i>Werkgelegenheid (in miljoen uren)</i>               | 0.9      | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1          | 1.2  | 1   |

Bron: CPB (Keuzes in Kaart 2022-2025), ABN AMRO Group Economics

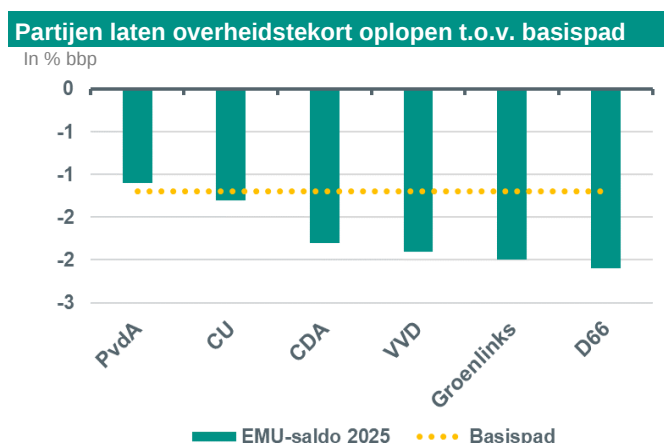
Onder het basispad daalt het overheidstekort geleidelijk van 4.6% bbp in 2021 tot 1.2% bbp in 2025 (zie onderstaande grafiek links). Dit komt voornamelijk doordat overheidsuitgaven afnemen vanwege de uitfasering van het steunbeleid en

<sup>1</sup> Het CPB vermeldt dat dit ex-ante mutaties zijn, en dat macro-economische doorwerkingen van de beleidsplannen hierin niet zijn meegenomen.

doordat overheidsinkomsten toenemen als gevolg van economische groei en dus hogere belastinginkomsten en sociale premies. Onder de partijprogramma's van de politieke partijen behalve PvdA valt het overheidstekort als % bbp in 2025 hoger uit dan onder het basispad (zie onderstaande grafiek rechts). Het overheidstekort loopt het meest op onder D66 (2.1% bbp) en het minst onder PvdA (1.1% bbp), maar komt onder alle zes partijprogramma's onder de EMU-norm van maximaal 3% bbp uit. In absolute omvang schatten wij dat het tekort op basis van de beleidsplannen met maximaal 10 miljard euro hoger zal uitvallen in 2025 ten opzichte van het basispad. Hieronder bespreken we de impact hiervan op de financieringsbehoefte van de Nederlandse Staat.



Bron: CPB (Keuzes in Kaart 2022-2025), ABN AMRO Group Economics



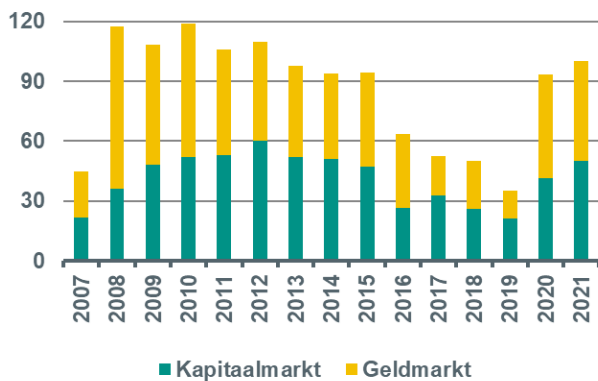
Bron: CPB (Keuzes in Kaart 2022-2025), ABN AMRO Group Economics

### Nederlandse financieringsstrategie kenmerkt zich door voorspelbaarheid

Het Agentschap van de Generale Thesaurie is verantwoordelijk voor de financiering van de Nederlandse staatsschuld. De kernwaarden die hierbij centraal staan zijn consistentie, transparantie en liquiditeit. Binnen deze kernwaarden gebruikt het Agentschap meer flexibiliteit sinds 2020. De jaarlijkse financieringsbehoefte van Nederland bestaat uit het overheidstekort en aflossingen op de geld- en kapitaalmarkt. De financieringsbehoefte wordt opgehaald via de geldmarkt (leningen met een looptijd tot en met 1 jaar) en de kapitaalmarkt (leningen met een looptijd vanaf 1 jaar tot en met ongeveer 30 jaar). Sinds 2002 wordt gemiddeld genomen meer dan de helft van de benodigde financieringsbehoefte opgehaald via de kapitaalmarkt zoals te zien is in de linker grafiek op de volgende pagina. Daarnaast probeert de Nederlandse staat zoveel mogelijk schokken in de financieringsbehoefte op te vangen via de geldmarkt. Dit was ook het geval tijdens de wereldwijde kredietcrisis en de pandemie. Hierdoor is er in deze jaren relatief meer gefinancierd op de geldmarkt. Bijvoorbeeld afgelopen jaar nam de financieringsbehoefte toe met ongeveer 52 miljard euro tot 94 miljard euro vanwege Covid-19, waarvan ongeveer 35 miljard euro is opgevangen via de geldmarkt.

### Meer dan 50% wordt op de kapitaalmarkt gefinancierd

In miljarden euro's

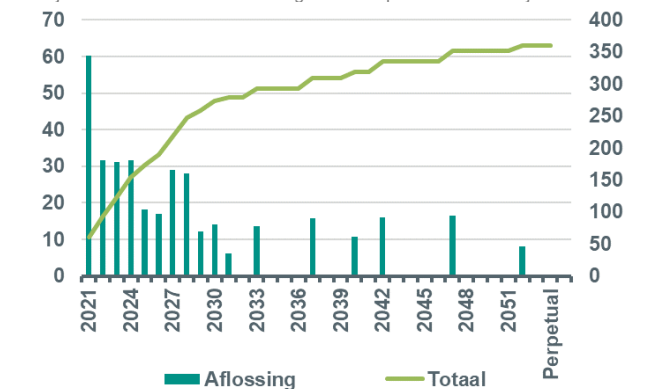


Bron: ABN AMRO Group Economics, DSTA

### Aflossingsprofiel Nederlandse staatsschuld

In miljarden euro's

Totale geld- en kapitaalmarkt in miljarden euro's



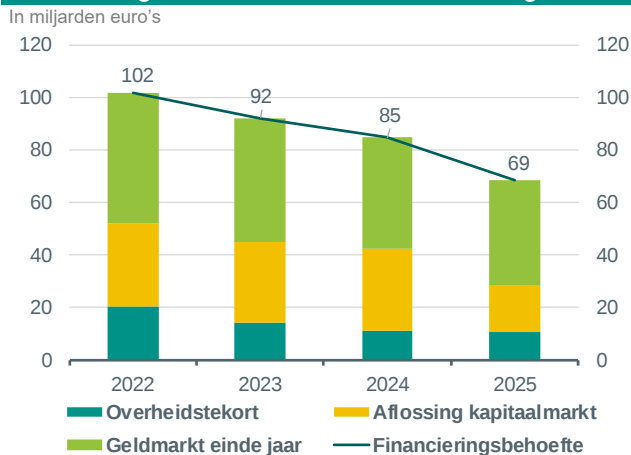
Bron: ABN AMRO Group Economics, Bloomberg

De extra uitgaven van de staat brengt extra renterisico met zich mee, omdat het geld geleend dient te worden tegen de dan geldende marktrente. De Nederlandse staat houdt bij de financiering rekening met het renterisico door gebruik te maken van twee maatstaven. De eerste maatstaf kijkt naar het korte termijn renterisico door het 12-maandelijkse vooruitkijkend herfinancieringsbedrag te berekenen. Deze mag niet groter zijn dan 30% van de staatsschuld en was eind vorig jaar 23,6%. Hierdoor dient de Nederlandse staat de rente over de gehele staatsschuld niet op hetzelfde moment vast te zetten en wordt het korte termijn renterisico beperkt. De tweede maatstaf gaat over het lange termijn renterisico waarbij gekeken wordt naar de gemiddelde looptijd voor de herfinanciering van de staatsschuld in combinatie met de swapportefeuille (swaps zijn rentederivaten waarmee renterisico kan worden afgedekt). Deze wordt geleidelijk verhoogd van 6,9 jaar aan het einde van 2020 naar ongeveer 8 jaar in 2025. Hierdoor vervalt per jaar een deel van de leningen in plaats van dat een groot gedeelte tegelijk vervalt. Dit is onder andere belangrijk voor de looptijd van de uitgafte waarmee de Staat haar schuld financiert en ook voor het aflossingsprofiel zoals weergegeven in de grafiek rechtsboven. Het verlengen van de gemiddelde looptijd van de staatsschuld in combinatie met de swapportefeuille zorgt ervoor dat de Nederlandse staat voor een kleiner bedrag de rente vast kan zetten en minder afhankelijk is van de rentes in de markt. Doordat het Agentschap haar renterisico en ook haar kernwaarden verwerkt in het uitgiftebeleid en de communicatie, is de Nederlandse staat relatief voorspelbaar. Hierdoor weten beleggers waar ze aan toe zijn.

### Financieringsbehoefte relatief hoog gedurende de komende jaren

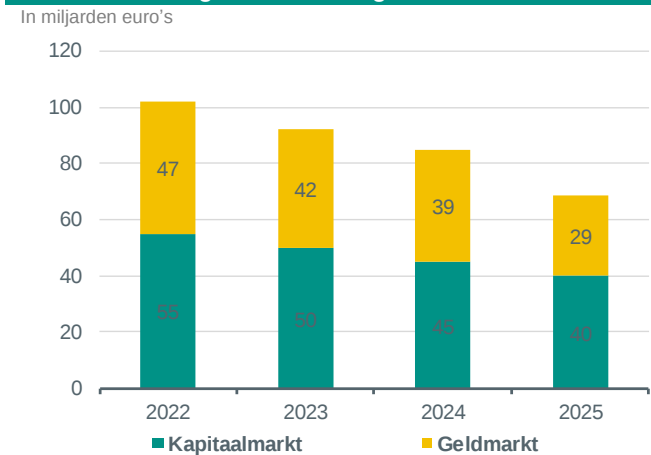
We berekenen de financieringsbehoefte van Nederland voor de periode 2022-2025, waarbij voor het overheidstekort in eerste instantie wordt uitgegaan van het basispad. Hierbij tellen we de stand van de geldmarkt aan het einde van het jaar en de aflossingen op de kapitaalmarkt op om tot de financieringsbehoefte te komen. Onderstaande grafiek geeft weer dat de financieringsbehoefte relatief groot is in 2022 en 2023 en wordt geschat op ongeveer 90 tot 100 miljard euro per jaar. Ook vanuit historisch perspectief is dit een groot bedrag. Tijdens de kredietcrisis was de financieringsbehoefte nog groter en lag het rond de 120 miljard euro. Nederland was in staat om dit geld relatief snel te lenen. Daarnaast heeft Nederland een hoge kredietwaardigheid, dat gekenmerkt is door haar hoge AAA rating. Vandaar dat Nederland relatief goed in staat zal zijn om de financieringsbehoefte op te halen via de geld- en kapitaalmarkt in de komende jaren. We verwachten dat Nederland het beslag op de geldmarkt de komende jaren zal afbouwen, zodat naar verhouding relatief meer wordt gefinancierd op de kapitaalmarkt, zoals te zien is in de rechtergrafiek op de volgende pagina. De partijprogramma's laten in het algemeen een iets hoger overheidstekort zien ten opzichte van het basispad. De impact hiervan wordt hieronder besproken.

### Financieringsbehoefte 2022-2025 relatief hoog



Bron: ABN AMRO Group Economics, DSTA

### Geldmarkt beslag zal worden afgebouwd

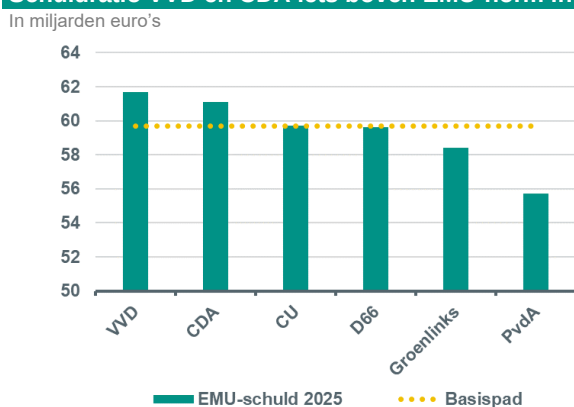


Bron: ABN AMRO Group Economics, Bloomberg

### Nederlandse staat zal het overheidstekort gemakkelijk kunnen financieren ondanks hoge financieringsbehoefte

Wij schatten dat het overheidstekort onder de eerdergenoemde zes partijprogramma's maximaal 10 miljard euro boven het basispad uitkomt in 2025. Dit betekent ook dat de schuldratio als percentage van het bbp mogelijk de 60% kan doorbreken. Het CPB verwacht inderdaad dat de schuldratio onder de plannen van VVD en CDA zal uitkomen op respectievelijk 61,7% en 61,1% in 2025. Volgens de EMU-normen mag de schuldratio de grens van 60% bbp niet overschrijden. De EMU-normen zijn echter tijdelijk losgelaten vanwege de pandemie. Daarnaast zijn er landen, met name de periferie, die ver boven deze grens uitkomen en nog steeds toegang hebben tot de financiële markt. Hierdoor verwachten we dat als het tekort de komende jaren iets hoger zal uitkomen, Nederland dit gemakkelijk kan financieren op de geld- en kapitaalmarkt. Verder is de vraag naar Nederlands papier ongekend groot vanwege de hoge kredietwaardigheid. Hierdoor kan de Nederlandse staat het papier gemakkelijk in de markt plaatsen en verwachten we dat het verschil ten opzichte van de Duitse rente, welke investeerders als nagenoeg risicovrij beschouwen, hierdoor niet zal toenemen.

### Schuldratio VVD en CDA iets boven EMU-norm in 2025

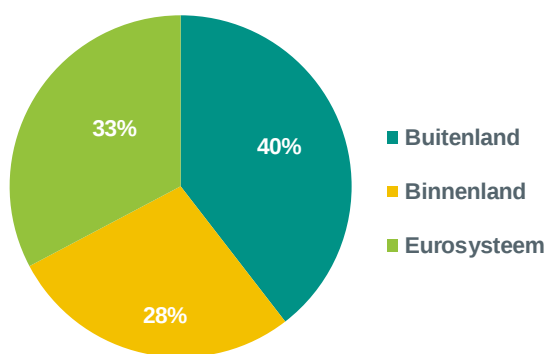


Bron: CPB (Keuzes in Kaart 2022-2025), ABN AMRO Group Economics

### Wie zijn nou eigenlijk de eigenaren van de Nederlandse staatsschuld?

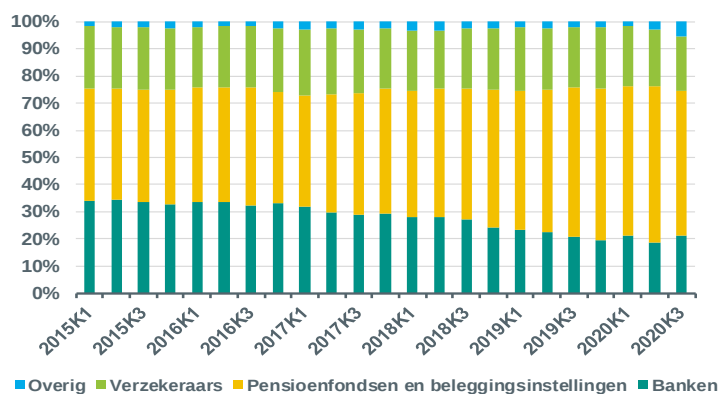
Hooggewaardeerd staatspapier, dat wordt gekenmerkt met een zogenoemde AAA rating en gedenomineerd is in euro's is schaars. Eigenlijk valt alleen papier dat wordt uitgegeven door ons buurland Duitsland en Nederland hieronder. Daardoor is het aanbod relatief klein ten opzichte van de vraag. De vraag van investeerders naar dit hooggewaardeerde papier is in de loop der jaren alleen maar toegenomen, onder andere door regelgeving en daarnaast ook door het opkoopprogramma van de ECB. Het Eurosysteem had inderdaad ongeveer 33% van de Nederlandse staatsschuld opgekocht aan het einde van het derde kwartaal van 2020, zoals weergegeven in de linker grafiek hieronder. Inmiddels heeft het Eurosysteem alweer ongeveer 20 miljard euro erbij gekocht en dit zal gedurende dit jaar verder toenemen onder APP-II en PEPP. De overige schuld is in handen van binnenlandse en buitenlandse beleggers, waarbij binnenlandse beleggers ongeveer 28% van het Nederlandse schuldpapier in handen hebben. De Nederlandse beleggers zijn met name pensioenfondsen en beleggingsinstellingen, verzekeraars en banken zoals weergegeven in de rechter grafiek hieronder. Wezenlijk hebben Nederlandse pensioenfondsen en beleggingsinstellingen relatief steeds meer papier in bezit. Net zoals verzekeraars gebruiken zij dit om de duratie van hun activa en passiva te matchen. Tot slot hebben banken Nederlands papier in bezit als onderdeel van hun kapitaalbuffers.

Houders van Nederlands staatspapier 2020K3



Bron: ABN AMRO Group Economics, DNB

Binnenlandse investeerders van Nederlands staatspapier



Bron: ABN AMRO Group Economics, DNB

## Andere publicaties uit deze serie

- Energietransitie – meerdere artikelen, **vanaf de week van 8 maart**.
- Woningmarkt – **Week van 15 maart**
- Stikstof – **Week van 22 maart**
- Arbeidsmarkt – **Week van 15 maart**
- Minimumloon – **Week van 15 maart**
- Groeifonds – **Week van 22 maart**
- Brede welvaart – **week van 22 maart**

*De in deze publicatie neergelegde opvattingen zijn gebaseerd op door ABN AMRO betrouwbaar geachte gegevens en informatie. Door de onzekerheid over het verloop van het coronavirus zijn deze verwachtingen met meer onzekerheid omgeven dan gebruikelijk. Noch ABN AMRO, noch functionarissen van de bank kunnen aansprakelijk worden gesteld voor in deze publicatie eventueel aanwezige onjuistheden. De weergegeven opvattingen en prognoses houden niet meer in dan onze eigen visie en kunnen zonder nadere aankondiging worden gewijzigd. Het gebruik van tekst of cijfers uit deze publicatie is toegestaan mits de bron duidelijk wordt vermeld.*

*Teksten zijn afgesloten op 11 maart 2021 © ABN AMRO*