

Notitie

Gulden financieringsregel

datum	18 december 2020
aan	VNO-NCW & MKB Nederland
van	SEO Economisch Onderzoek
auteurs	Bas ter Weel, Johannes Hers, Joost Witteman, Nils Verheувel
Rapportnummer	2020-93

“Informatie & disclaimer”

SEO Economisch Onderzoek heeft op de verkregen informatie en data geen onderzoek uitgevoerd dat het karakter draagt van een accountantscontrole of due diligence. SEO is niet verantwoordelijk voor fouten of omissies in de verkregen informatie en data”.

Copyright © 2020 SEO Amsterdam. Alle rechten voorbehouden. Het is geoorloofd gegevens uit deze notitie te gebruiken in artikelen, onderzoeken en collegesyllabi, mits daarbij de bron duidelijk en nauwkeurig wordt vermeld. Gegevens uit deze notitie mogen niet voor commerciële doeleinden gebruikt worden zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s). Toestemming kan worden verkregen via secretariaat@seo.nl

Aanleiding en achtergrond

VNO-NCW & MKB Nederland stellen een MLT¹ op die samen met de input van het BRUG-project constateert dat het bedrijfsleven meer initiatief moet tonen en dat de overheid overbelast is en onvoldoende *know how* heeft om de prangende issues in de periode tot en met 2030 tot een goed einde te brengen. Deze constatering leidt tot een nieuwe koers en aanpak. In deze koers en aanpak staat brede welvaart in Nederland voorop: verbeterd verdienvermogen, een inclusieve samenleving en een leefbaar Nederland.

Voorwaarden om dit te bereiken zijn dat (i) geïnvesteerd wordt en dat transformaties soepel verlopen, (ii) de internationale verbondenheid van Nederland geborgd blijft, (iii) werk moet lonen en iedereen moet kunnen meedoen in de samenleving en (iv) het bedrijfsleven initiatief toont. Bij deze voorwaarden horen overheidsfinanciën die toekomstbestendig zijn én voldoende soepel zijn om de brede welvaartsdoelen te realiseren.

Een invulling van de overheidsfinanciën is mogelijk door het toepassen van de gulden financieringsregel. Deze regel zegt dat lopende uitgaven en inkomsten in evenwicht moeten zijn én dat er geleend mag worden om te investeren.¹ De kapitaaluitgaven worden geleend en de kapitaallasten die bestaan uit rente en afschrijvingen worden als lopende uitgaven geboekt. Het betekent dat de overheid (slechts) leent om te investeren en niet om lopende uitgaven te dekken. De gulden financieringsregel is in een aantal landen toegepast. Duitsland kende deze regel van 1969 tot 2010 en het Verenigd Koninkrijk in de periode 1998-2010. Japan past de regel sinds 1947 toe.

¹ De regel kan in theorie op twee manieren worden ingevoerd (EFB, 2020). Er kan een grens worden gesteld aan hoeveel geleend kan worden om te investeren of een grens worden gesteld aan de hoogte van de afschrijving.

De centrale vraag in dit onderzoek is of de gulden financieringsregel bijdraagt om investeringen en transformaties te realiseren om de doelen van verbeterd verdienvermogen, een inclusieve samenleving en een leefbaar Nederland te bereiken. En in welke vorm zou dat dan het beste passen in de Nederlandse context? Wat zou dat betekenen voor de overheidsfinanciën tot en met 2030?

De gulden financieringsregel

De gulden financieringsregel bepaalt dat de overheid alleen leent om te investeren en niet om bestaande uitgaven te financieren. De overheid zou dus alleen geld moeten lenen om investeringen te financieren die de lange-termijn welvaart ten goede komen, terwijl de huidige uitgaven moeten worden gedekt en gefinancierd door inkomsten uit belastingen.

Beleed dat erop gericht is houdbare overheidsfinanciën én bescherming van overheidsinvesteringen te combineren is niet nieuw. In het verleden waren regelingen ter bescherming van groeibevorderende overheidsuitgaven vaak gebaseerd op een investeringsregel met expliciet gedefinieerde parameters. Zulke regels zijn in verschillende OESO-landen toegepast, zoals in Duitsland, Japan en het Verenigd Koninkrijk. Een zuivere gulden financieringsregel is bedoeld om de overheidsschuld te beperken tot de middelen die nodig zijn voor overheidsinvesteringen.² Schuldfinanciering wordt in dat geval gerechtvaardigd omdat investeringen toekomstige generaties ten goede zullen komen door de arbeidsproductiviteit en economische groei op lange termijn te verhogen. Tevens wordt op deze manier een publieke kapitaalgoederenvoorraad opgebouwd. De tijdshorizon voor naleving van de regel wordt vaak zo gekozen dat de politieke cyclus niet van invloed is op investeringsbeslissingen.

Wetenschappelijke literatuur

De wetenschappelijke literatuur is verdeeld over de effecten en wenselijkheid van een gulden financieringsregel. Belangrijke voordelen zijn dat overheidsinvesteringen worden gespreid, dat er geen substitutie plaatsvindt tussen investeringen en uitgaven en dat tegenover de overheidsschuld publiek kapitaal staat. Nadelen zijn gelegen in de definitie van investeringen en de politieke invloed daarop en het onzekere rendement op publieke investeringen waardoor de lange-termijn overheidsboekhouding schade op kan lopen.

Voorstanders van de gulden financieringsregel stellen dat het hanteren van deze regel ertoe leidt dat de kosten van investeringen over de tijd kunnen worden uitgesmeerd. Onder de regels van het huidige Stabyliteits- en Groei Pact (SGP) moeten de kosten van investeringen in één keer worden genomen, terwijl in het bedrijfsleven de kosten van investeringen worden gespreid over de horizon van de investering (Blanchard & Giavazzi, 2004; Creel, 2003; Servén, 2007). Het invoeren van een gulden financieringsregel leidt ertoe dat de kosten van investeringen beter gespreid worden over toekomstige generaties die ook meer profijt zullen hebben van de investeringen. Hierdoor is de

² Het is belangrijk om in ogenschouw te nemen dat overheidsinvesteringen, zoals toegepast in deze landen, niet noodzakelijk gelijk zijn aan groeibevorderende uitgaven. De laatste categorie is in het algemeen breder en omvat bijvoorbeeld ook onderwijsinvesteringen en investeringen in duurzaamheid.

huidige generatie ook eerder bereid om te investeren in de toekomst. Onder de huidige regels worden investeringen dikwijls verdrukt door andere uitgaven (vooral in tijden van economische tegenwind), terwijl met een gulden financieringsregels netto-investeringen beter verankerd zijn (Buiter, 2003; Blanchard & Giavazzi; 2004; Creel; 2003; Creel et al., 2009; IMF, 2014; Bundesbank, 2019). Dit biedt ruimte voor substitutie van overheidsuitgaven naar overheidsinvesteringen, in plaats van het snijden in investeringen om aan het SGP te voldoen. Een alternatieve invulling is om de hoogte van de afschrijvingen als norm te nemen.

Een tweede voordeel is dat een breder investeringsbegrip in beeld komt, waarin niet alleen investeringen in fysiek kapitaal worden gedaan. Blanchard & Giavazzi (2004) beredeneren dat de gulden financieringsregel ruimte kan bieden voor investeringen in menselijk kapitaal. Het hanteren van een gulden financieringsregel zorgt voor meer ruimte voor een breder investeringsbegrip op de lopende begroting, omdat investeringen in fysiek kapitaal relatief eenvoudig onder overheidsinvesteringen kunnen worden geschaard waarvoor geleend mag worden.

Een derde voordeel is dat de netto overheidsschuld onder een gulden financieringsregel in theorie naar nihil tendeert.³ Als slechts wordt geleend om te investeren, de kosten van deze investeringen over de tijd worden uitgesmeerd en de baten op lange termijn positief zijn, is de bruto overheidsschuld op lange termijn gelijk aan het opgebouwde ‘publieke kapitaal’ (Blanchard & Giavazzi, 2004; Mehrotra & Väilä, 2006). De schuldratio wordt dan gelijk aan de ratio van publiek kapitaal en bbp. Deze schuldratio lijkt binnen het SGP te passen. De ratio van publiek kapitaal en bbp wordt door Blanchard & Giavazzi (2004) in een aantal OESO-landen op 30 procent geschat. Deze ratio is natuurlijk afhankelijk van de economische groei en de rente die moet worden betaald. Op lange termijn zou het schuldniveau moeten stabiliseren omdat er een limiet op rentebetalingen zit en de inschatting van de economische groei de komende periode waarschijnlijk tussen de 1,5 en 2 procent ligt.⁴ Lopende overheidsuitgaven bestaan grofweg uit rentebetalingen, structurele uitgaven en een conjuncturele component. Structurele uitgaven zullen waarschijnlijk altijd positief zijn en het SGP bepaalt de bovengrens van het begrotingstekort. Dit betekent dat er ook een bovengrens bestaat op rentebetalingen (onder de veronderstelling dat deze betalingen op lange termijn positief zijn, ook ten opzichte van het rendement op overheidsinvesteringen).⁵ Het vereiste evenwicht van overheidsuitgaven en inkomsten bepaalt vervolgens de bovengrens van de overheidsschuld.

Empirisch onderzoek dat een causale relatie legt tussen het hanteren van de gulden financieringsregel en overheidsinvesteringen (waarbij uitgaven en inkomsten bovendien in balans zijn) is zeer beperkt beschikbaar. Een analyse van Europese data 1970-2003 laat zien dat variaties in overheids-

³ De vraag is wel of dat in de praktijk ook geldt. Stel dat het rendement op investeringen gelijk is aan de rente en dat het verschil tussen nominale groei en nominale rente negatief is (iets waar Italië mee te maken heeft gehad). Het is dan niet evident dat de schuld stabiliseert of naar nihil tendeert als met een positief en hoog schuldniveau de gulden financieringsregel wordt ingevoerd.

⁴ Het is natuurlijk mogelijk dat de economie harder groeit door het invoeren van een gulden financieringsregel. Lenen om te investeren kan dan gecombineerd worden met een tekort op de lopende uitgaven als daar financiële opbrengsten tegenover staan. De empirie over extra groei is dun (zie discussie verderop).

⁵ De financiële opbrengsten van overheidsinvesteringen zullen vooral te zien zijn in de vorm van hogere marginale opbrengsten op privaat kapitaal en arbeid. Deze komen via hogere belastingopbrengsten terecht in de schatkist.

investeringen in verhouding tot het bbp voornamelijk te wijten zijn aan de inspanningen van begrotingsconsolidatie om de houdbaarheid van de overheidsschuld te waarborgen (Mehrotra & Vällilä, 2006). Investering dienen als aanpassingsvariabele, wat volgens Truger (2015) gerechtvaardigd wordt door het feit dat een daling van de overheidsinvesteringen lagere politieke kosten met zich meebrengt in vergelijking met een daling van de overheidsconsumptie. Er zijn tevens aanwijzingen dat de gulden financieringsregel in het Verenigd Koninkrijk heeft geleid tot meer overheidsinvesteringen, die in een positief effect op de economische groei resulteerden (Creel et al., 2009). Het IMF (2014) vindt dat in tijden van fiscale consolidatie (i.e., een vermindering van het tekort) landen met een gulden financieringsregel meer investeren dan landen zonder een dergelijke regel. Investeringen tussen landen verschillen niet in tijden van expansie. Het algemene beeld is dat er aanwijzingen zijn dat een gulden financieringsregel helpt bij het stimuleren en het in tijden van fiscale consolidatie op peil houden van overheidsinvesteringen.⁶

Niet iedereen is positief over het hanteren van de gulden financieringsregel. Tegenstanders wijzen vooral op praktische bezwaren: het is lastig om te definiëren wat een overheidsinvestering is, de aandacht voor een kosten-batenanalyse kan in het geding komen bij ongelimiteerd lenen, er bestaat een prikkel voor politici om uitgaven als investering te definiëren, naleving is moeilijk vast te stellen, niet elke investering draagt bij aan economische groei en er bestaat een prikkel tot overinvestering (Balassone & Franco, 2003; Buiters, 2003; Buti et al., 2003; Servén, 2007; Bundesbank, 2019).

Fundamentele bezwaren zijn dat investeringen geen gegarandeerd rendement opleveren en daarnaast illiquide zijn, waardoor de houdbaarheid van de overheidsschuld in gevaar kan komen (Servén, 2007; Bundesbank, 2019). Overheidsinvesteringen moeten met maatschappelijke kosten-batenanalyses worden onderbouwd; deze analyses leiden vaak niet tot een positief saldo of het gewenste rendement. Zonder een limiet op de schuldratio is de gulden financieringsregel bovendien inconsistent met de stabiliteitsdoelstellingen van het SGP (Buti et al., 2003). Honjo (2007) geeft ten slotte aan dat het huishoudboekje van de overheid bij het hanteren van een gulden financieringsregel op langere termijn in balans moet zijn. Als sprake is van een te korte termijn waarop de overheidsuitgaven en -inkomsten in balans moeten zijn, dan kan procyclische tekortreductie ontstaan die economisch gezien onwenselijk is.

Daarnaast worden bij een enge interpretatie van het investeringsbegrip, investeringen in fysiek kapitaal bevoordeeld t.o.v. investeringen in menselijk kapitaal. Deze laatste vorm van investeringen kunnen ook bijdragen aan de lange-termijn economische groei (Balassone & Franco, 2003; Buiters, 2003; Buti et al., 2003). Verder moeten publieke en private investeringen niet los van elkaar worden gezien en beoordeeld, omdat een overheidsmaatregel die private investeringen stimuleert mogelijk effectiever en efficiënter is dan een investering door de overheid (Balassone & Franco, 2003). Ten slotte zijn veel investeringen in de praktijk vervangingsinvesteringen, die niet bijdragen aan de toename van de kapitaalvoorraad en zouden moeten worden gefinancierd uit de lopende overheidsuitgaven (Bundesbank, 2019).

⁶ Een alternatief om investeringen minder afhankelijk te maken van de conjunctuur is het voeren van trendmatig begrotingsbeleid. De Zalmnorm legt bijvoorbeeld een vast reëel uitgavenkader op, waarbij de uitgaven niet hoger mogen zijn dan een vooraf bepaald plafond. Inkomstenmeevallers mogen niet worden gebruikt voor extra uitgaven/investeringen en inkomstentegenvallers worden niet automatisch opgevangen door extra bezuinigingen of lagere investeringen.

Conclusie

Concluderend lijkt het erop dat de wetenschappelijke literatuur geen duidelijke consensus bereikt over de wenselijkheid en doeltreffendheid van een gulden financieringsregel (Tabel 1). Wel geeft het overzicht inzicht in de discussies die spelen en ook in de risico's van een gulden financieringsregel. Het hanteren van een gulden financieringsregel heeft een aantal voordelen omdat overheidsinvesteringen apart beoordeelt en los ziet van de politieke en economische cyclus, waardoor de uitruil tussen investeringen en consumptie in tijden van begrotingsconsolidatie niet meer plaatsvindt. Op lange termijn staat tegenover een overheidsschuld bovendien publiek kapitaal en zijn lopende uitgaven gelijk aan inkomsten. Indien de gulden financieringsregel wordt gehanteerd, dan is het van belang een aantal waarborgen in te bouwen om investeringen te definiëren, rendementsdoelstellingen vast te leggen, na te gaan of publieke investeringen of het stimuleren van private investeringen het meest effectief en efficiënt is en te bezien in hoeverre de gulden financieringsregel past binnen Europese afspraken over tekort en schuld.

Tabel 1 Voor- en nadelen van de gulden financieringsregel o.b.v. wetenschappelijke literatuur

Voordelen	Nadelen
<p><u>Spreiden kosten en baten</u> Het invoeren van een gulden financieringsregel leidt ertoe dat de kosten van investeringen beter gespreid worden, waardoor kosten en baten tussen huidige en toekomstige beter verdeeld zijn.</p>	<p><u>Uitvoerbaarheid, discipline en prikkels</u> Het is lastig om te definiëren wat een overheidsinvestering is, de aandacht voor een kosten-batenanalyse kan in het geding komen, er bestaat een prikkel voor politici om uitgaven als investering te definiëren, naleving is moeilijk vast te stellen, niet elke investering draagt bij aan economische groei en er bestaat een prikkel tot overinvestering.</p>
<p><u>Investeringsbegrip</u> Het apart zetten van investeringen leidt tot een breder investeringsbegrip, waarin niet alleen investeringen in fysiek kapitaal worden gedaan maar ook in menselijk kapitaal.</p>	<p><u>Rendement op investeringen</u> Investeringen leveren geen gegarandeerd rendement opleveren en daarnaast illiquide zijn, waardoor de houdbaarheid van de overheidsschuld in gevaar kan komen. Ten slotte is het mogelijk dat overheidsuitgaven effectiever zijn dan -investeringen.</p>
<p><u>Kwaliteit overheidsschuld op lange termijn</u> Als slechts wordt geleend om te investeren, de kosten van deze investeringen over de tijd worden uitgesmeerd en de baten op lange termijn positief zijn, is de bruto overheidsschuld op lange termijn gelijk aan het opgebouwde 'publieke kapitaal' waardoor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën kan verbeteren.</p>	<p><u>Investeren of stimuleren</u> Publieke en private investeringen niet los van elkaar worden gezien en beoordeeld, omdat een overheidsmaatregel die private investeringen stimuleert mogelijk effectiever en efficiënter is dan een investering door de overheid.</p>

Bron: SEO Economisch Onderzoek (2020) o.b.v. scan wetenschappelijke literatuur

Definities en restricties

De gulden financieringsregel stelt dat netto-investeringen in aanmerking komen voor schuldfinanciering. Het gaat om uitbreidingsinvesteringen en niet om vervangingsinvesteringen. Vervangingsinvesteringen vallen onder lopende uitgaven die binnen een begroting moeten worden gefinancierd.

Investeringen

Het CBS definieert netto-investeringen als bruto-investeringen minus desinvesteringen en afschrijvingen. Bruto-investeringen zijn de aangeschafte of in eigen beheer voortgebrachte materiële vaste

activa. Desinvesteringen zijn verkochte materiële vaste activa. Materiële vaste activa zijn bijvoorbeeld gebouwen, terreinen en kapitaalgoederen. Blanchard & Giavazzi (2004) hanteren eenzelfde strikte definitie van netto-investeringen bij het hanteren van de gulden financieringsregel. Er mag worden geleend voor netto-investeringen met een positief maatschappelijk rendement die waarde toevoegen aan de kapitaalgoederenvoorraad. Afschrijvingen op investeringen horen thuis bij de lopende uitgaven, waarvoor niet geleend mag worden. Hetzelfde geldt voor vervangingsinvesteringen, die zorgen niet voor een toename in de kapitaalgoederenvoorraad. In relatie tot bijvoorbeeld onderwijs stelt het CBS dat gebouwen, terreinen, inventaris en leermiddelen (waaronder ICT) tot de kapitaalgoederenvoorraad behoren. Een investering in die goederen geldt als een netto-investering. De vervanging van inventaris door nieuwe inventaris geldt niet als netto-investering, maar als vervangingsinvestering. Op dit moment investeren onderwijsinstellingen zelf wat kan leiden tot negatieve financiële resultaten. Om de netto-investeringen en het negatieve resultaat te financieren, teren de scholen in op hun reserves.

In de praktijk is het ingewikkeld om precies vast stellen wat een netto-investering is. Veel vervangingsinvesteringen bestaan uit een mix van vervanging en vernieuwing, wat het duiden complex maakt. Bijvoorbeeld: een traditioneel bureau wordt vervangen door een zitstabureau dat tot minder rugklachten leidt onder het personeel of een nieuw ERP-systeem integreert alle oude systemen waardoor er nog maar een portaal is voor administratie en personeel. Daarnaast bestaat het gevaar dat politici uitgaven als netto-investering definiëren. Het risico is dat investeringen bestaan uit vervangingsinvesteringen en uitgaven die niets toevoegen aan de kapitaalgoederenvoorraad. Aansluiten bij een internationaal geharmoniseerde definitie van netto-investeringen beperkt die risico's. De Bundesbank (2019) stelt voor om de definitie van netto-investeringen te koppelen aan de nationale rekeningen. Verder bestaat het risico dat niet-productieve investeringen worden gedaan, vanwege de (huidige) lage kosten van financiering. Een oplossing hiervoor is om bij de beoordeling van de investering te waarborgen dat slechts investeringen kunnen worden gefinancierd middels leningen die bijdragen aan economische groei of andere vooraf gestelde meetbare doelen (zoals duurzaamheid, digitalisering en inclusiviteit) – zie het voorstel van de European Fiscal Board (EFB, 2020). Effectief betekent dat enerzijds een verdere beperking van de definitie van overheidsinvesteringen die kunnen worden gefinancierd met schuld en anderzijds meer ruimte op de begroting om dit type investeringen uit lopende uitgaven te doen.

Het is daarom van belang een set regels op te stellen die definieert wat een netto-investering is en wat niet en voor welke investeringen het aangaan van leningen gepast is en voor welke niet. Op nationaal niveau zou het CBS deze regels kunnen vaststellen, op Europees niveau is een rol voor Eurostat weggelegd. Naast het vastleggen van de regels is het van belang dat wijzigingen van de regels los staan van de politieke cyclus en bijvoorbeeld pas na een aantal jaren worden ingevoerd (e.g., Creel, 2003). Ten slotte is het verschil ex-ante en ex-post van belang. Er bestaat bij een heldere definitie een prikkel om vervangingsinvesteringen te presenteren als uitbreidingsinvesteringen die voldoen aan de definitie. Het is ook verleidelijk om andere uitgaven zo te presenteren dat ze toch onder de definitie vallen. Ex ante zou daarom een toets moeten worden aangelegd.

Relatie met het SGP

Het Europese Stabiliteits- en Groeipact (SGP) staat voor de meeste lidstaten een klein structureel tekort over de cyclus toe (voor veel landen ligt de middellange termijn doelstelling (mto) voor het structureel saldo op $-0,5$ of $-1,0$ procent bbp). Daarbij wordt geen onderscheid gemaakt tussen investeringen en consumptieve uitgaven van de overheid voor het berekenen van het vorderings-saldo. Volgens Blanchard & Giavazzi (2004) hebben deze regels publieke investeringen onder druk gezet. Het ligt bij het toepassen van de gulden financieringsregel voor de hand om de SGP-regels toe te passen op de overheidsuitgaven (inclusief rentelasten, afschrijvingen van kapitaalgoederen en eventuele subsidies), maar niet op de netto-investeringen door de overheid. In de huidige context kunnen lidstaten er wel voor kiezen om het saldo van de lopende uitgaven en inkomsten te sluiten en te lenen voor investeringsuitgaven mits die over de cyclus niet groter worden dan de mto. Zo bezien is er binnen de Europese begrotingsregels dus enige ruimte voor een beperkte inzet van de gulden financieringsregel die gemaximeerd is op het niveau van het mto (d.w.z. $-0,5$ of $-1,0$ procent bbp).⁷

De EFB (2020) bespreekt vier opties om groei verhogende overheidsinvesteringen te waarborgen. De eerste twee opties zijn een centrale begrotingscapaciteit voor de EU en een EU-investeringsfonds. Deze opties zijn echter niet relevant op nationaal niveau. De andere twee opties wel, namelijk een (niet gemaximeerde) gulden financieringsregel en meer flexibiliteit in het SGP. Introductie van een gulden financieringsregel zou bijvoorbeeld kunnen door in de huidige uitgavenregel ook een correctie op te nemen voor (netto) investeringen: de inschatting van de EFB is dat voor het creëren van ruimte voor een gulden financieringsregel, de Europese begrotingsregels aanpassing behoeven. Meer flexibiliteit binnen het bestaande SGP kan gevonden worden in de vorm van een tijdelijke maatregel om overheden meer begrotingsruimte te geven, maar niet om structureel meer investeringen te waarborgen.

De Bundesbank (2019) stelt aan het invoeren van een gulden financieringsregel extra voorwaarden. Daarmee stelt ze in feite een strengere versie van de gulden financieringsregel van de EFB (2020) voor. Schuldratio's mogen niet langzamer dalen dan onder de huidige regels. Er moet dus een maximum komen op investeringen onder de gulden financieringsregel. Ten tweede mogen alleen investeringen die bijdragen aan de kapitaalgoederenvoorraad worden gefinancierd met schuld, bijvoorbeeld op basis van de definitie die aansluit bij de nationale rekeningen. Ten derde mogen afschrijvingen niet worden meegeteld, het gaat dus om netto-investeringen. Ten vierde pleiten ze voor een symmetrische benadering, bij netto- de-investeringen moeten hogere eisen aan begrotingsoverschotten worden gesteld. Ten slotte wordt een formule voorgesteld om binnen de grenzen van het mto te blijven en als de overheidsschuld lager wordt dan 60 procent van het bbp om het toegestane tekort te vergroten.

Conclusie

Het afbakenen van investeringen zou een taak moeten zijn van een onafhankelijke partij als het CBS (of Eurostat op Europees niveau) die ex ante vaststelt welke investeringen onder de gulden

⁷ Zie https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip101_en.pdf annex 2.

financieringsregel passen en welke niet. De regel zou moeten zijn dat er mag worden geleend voor netto-investeringen met een positief maatschappelijk rendement die waarde toevoegen aan de kapitaalgoederenvoorraad. Het vraagt enerzijds om een helder definitie van netto-investeringen en anderzijds om discipline om een maatschappelijke kostenbatenanalyses uit te voeren en slechts investeringen met een positief netto-batensaldo in aanmerking te laten komen voor financiering. Dit voorkomt discussies en kan de investeringen beter loskoppelen van de economische en politieke cyclus.

Om een (niet gemaximeerde) gulden financieringsregel echt in te voeren, is een wijziging in de regels van het SGP nodig (EFB, 2020). Het ligt bij het toepassen van de gulden financieringsregel voor de hand om SGP-regels toe te passen op de overheidsuitgaven (inclusief rentelasten, afschrijvingen van kapitaalgoederen en eventuele subsidies), maar niet op de netto-investeringen door de overheid. Praktisch zou dit kunnen worden gerealiseerd door bijvoorbeeld in de huidige uitgavenregel een correctie op te nemen voor netto-investeringen. Opnieuw speelt dan de discussie over wat de definitie van een netto-investering is en hoe hoog de schuld mag oplopen (Bundesbank, 2019). Deze discussie zou onderdeel kunnen zijn van een bredere wijziging en vereenvoudiging van de regels die al langere tijd op tafel ligt. Een wijziging van het verdrag moet wel door alle nationale parlementen worden goedgekeurd.

Ervaringen

In het buitenland is in verschillende landen een gulden financieringsregel van kracht (geweest). In Nederland wordt veel gedacht in het oprichten van fondsen om investeringen door de overheid te stimuleren.

Buitenland

Het IMF (2014) identificeert negen landen die tussen 1985 en 2013 op nationaal niveau op enig moment gebruik maakten van een gulden financieringsregel (Brazilië, Costa Rica, Duitsland, Japan, Kosovo, Liberia, Maleisië, Pakistan en het Verenigd Koninkrijk). Hieronder staan we stil bij de ervaringen met deze regel in de ontwikkelde economieën Duitsland, het Verenigd Koninkrijk, en Japan. Deze drie voorbeelden van Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Japan illustreren dus dat het gevaar dat de gulden financieringsregel politiek opgerekt wordt in de praktijk niet denkbeeldig is gebleken.

Duitsland

Tussen 1969 en 2009 kende Duitsland een gulden financieringsregel. Deze regel is per 2009 vervangen door een ‘schuldenrem’ die het structurele overheidstekort begrenst tot 0,35 procent van het bbp. De Duitse financieringsregel tot 2009 stond ex ante netto financieringstekorten toe zolang deze niet groter waren dan de bruto overheidsinvesteringen zoals weergegeven in de overheidsrekeningen. Van deze regel kon afgeweken worden bij “verstoringen van het macro-economisch evenwicht”. Dit concept kende geen heldere definitie, maar verwees naar vier wettelijke beleidsdoelen: prijsstabiliteit, adequate en gestage economische groei, hoge werkgelegenheid, en een evenwichtige betalingsbalans.

Box 1 Definities en afbakening investeringen

In de uitvoering van hun gouden regel maakten Duitsland en het Verenigd Koninkrijk gebruik van standaard definities uit de nationale rekeningen. Duitsland hanteerde een bruto-investeringsbegrip op basis van de overheidsrekeningen, terwijl het Verenigd Koninkrijk koos voor een netto-investeringsbegrip op basis van de nationale rekeningen.

Zulke keuzes zijn niet zonder gevolgen, in de eerste plaats omdat ze het spectrum aan toelaatbare investeringen beperken. ESA-2010⁸ schaaft onder *gross/net fixed capital formation* kapitaal als woningen en andere gebouwen, machines, software en database, wapensystemen, biologische en natuurlijke hulpbronnen, en intellectuele eigendomsrechten en (onder voorwaarden van Europese vergelijkbaarheid) R&D uitgaven. Niet alle investeringen die onder deze definitie vallen zijn noodzakelijk groeibevorderend (e.g., wapensystemen). Daarbij vallen investeringen in bijvoorbeeld menselijk kapitaal buiten scope, terwijl investeringen in menselijk kapitaal wel groeibevorderend kunnen zijn. In Duitsland is er daarom ook discussie geweest of zulke investeringen niet toch onder de reikwijdte van de gulden financieringsregel zouden moeten vallen. Uiteindelijk is hier niet voor gekozen met het argument dat de discontovoet van menselijk kapitaal zich maar moeilijk laat meten. En voor zover de discontovoet gemeten kan worden het beschikbare empirische bewijs suggereert dat deze hoog is en een beperkte directe relatie bestaat tussen uitgaven aan onderwijs en onderwijsuitkomsten (zie Baumann et al., 2008).

De overheidsrekeningen worden verder opgesteld met een ‘microbril’ en dienen er vooral toe om de overheid en belanghebbenden zicht te geven op de huidige financiële situatie en lopende inkomsten en uitgaven van de overheid. De nationale rekeningen hebben een ‘macrobril’ en ondersteunen vooral beleidsvorming, -analyse, en -evaluatie. Bij deze rollen horen veelal andere grondslagen (kostprijs vs. marktprijs, kasbasis vs. transactiebasis; zie Jesus & Jorge, 2012). In de praktijk wordt de overheidssector op de nationale rekeningen wel afgeleid uit de overheidsrekeningen, waarvoor een conversie nodig is. In de context van het Europese EDP blijkt dat voor Nederland deze conversie tussen 2016 en 2019 een (neerwaartse) correctie van € 4 tot € 13,7 mld. impliceert.⁹ Dit illustreert de impact van de boekhoudgrondslag op de (potentiële) impact van een begrotingsregel. We merken op dat het SGP uitgaat van de nationale rekeningen en dat de keuze van het Verenigd Koninkrijk voor een regel op basis van de nationale in plaats van de overheidsrekeningen in de regel als positief wordt gezien. Europees is het binnen de context van het huidige SGP daarmee eigenlijk alleen mogelijk om een gulden financieringsregel te introduceren met een investerings-, schuld- en tekortbegrip op basis van de nationale rekeningen.

Bron: SEO Economisch Onderzoek (2020)

De EFB (2020) concludeert dat deze financieringsregel haar doelen niet heeft behaald. Terwijl de overheidsschuld als percentage van het bbp tussen 1969 en 2009 opliep, daalden de overheidsinvesteringen als percentage van het bbp. De EFB (2020) wijst op een aantal tekortkomingen van de financieringsregel in Duitsland. De afbakening van investeringen die onder de regel zouden vallen was niet wettelijk geregeld. De keuze voor ‘bruto investeringen’ in de formulering van de regel stond hogere tekorten toe. De ‘ontsnappingsclausule’ in de regel kon vrijelijk worden toegepast aangezien een wettelijke definitie ontbrak. Ex-post naleving van de regel bleek (mede hierom) een uitdaging, ook bij begrotingen die ex ante conform de regel waren. De OESO (2008) rapporteert

⁸ European System of Accounts 2010. Zie <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5925693/KS-02-13-269-EN.PDF/44cd9d01-bc64-40e5-bd40-d17df0c69334>

⁹ Zie Reporting of Government Deficits and Debt Levels, Netherlands 30/09/2020. Table 2A. <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/11440377/NL-2020-10.pdf/78d028b9-7e10-0632-38e5-c6159f5cd4c6>

ex post afwijkingen in zeven jaren tussen 1991 en 2005. Truger (2015) laat zien dat over de levensduur van de regel, het tekort in 19 van de 44 jaar groter was dan de bruto kapitaalvorming, terwijl de output gap maar in 13 van deze jaren negatief was.

De EFB (2020) wijst gelijktijdig op (mogelijke) structurele of institutionele verklaringen voor de achterblijvende investeringen (dalende bevolkingsgroei, verouderende bevolking, uitgaven op federaal versus gemeentelijk niveau). Mede in het licht hiervan werd een aanpassing van de regel overwogen als alternatief voor de ‘schuldenrem’ in 2009. Problemen met het afbakenen van investeringen die onder de regel zouden vallen speelden een rol in het verkiezen van een schuldenrem boven een aangepaste gulden financieringsregel.

Verenigd Koninkrijk

Tussen 1998 en 2008/10 kende het Verenigd Koninkrijk een gulden financieringsregel die vereiste dat lopende begrotingssaldi exclusief netto-investeringen over de conjunctuurcyclus heen een evenwichtige begroting vormen. Een aanvullende regel vereiste dat de netto overheidsschuld bezien over de conjunctuurcyclus niet boven de 40 procent van het bbp zou komen. Na invoering van de regel namen de overheidsinvesteringen toe, aanvankelijk bij een dalende schuld, maar vanaf 2000 bij een oplopende schuld (zie EFB, 2020).

De EFB (2020) wijst op ruimte voor manipulatie van de regel, onder andere omdat het bepalen van de timing van de conjunctuurcyclus politiek gevoelig kan zijn. Toen een overschrijding van de regel dreigde in 2005 werd besloten om in plaats van de begroting aan te passen, de ‘start’ van de conjunctuurcyclus te verplaatsen naar een paar jaar eerder. De EFB (2020) wijst erop dat een meer vooruitkijkende regel en meer onafhankelijk begrotingstoezicht bij hadden kunnen dragen aan het voorkomen van zulke politieke manipulatie. In het Verenigd Koninkrijk zijn vergelijkbare lessen getrokken. Hoewel de gulden financieringsregel per 2010 is losgelaten, maken de nieuwe regels sinds dat jaar gebruik van een rollend gemiddelde om het doorlopend begrotingsevenwicht te peilen en is er een toezichtsorgaan opgericht.

Japan

Sinds 1947 kent Japan een variant op de gulden financieringsregel waarin het de overheid in beginsel alleen is toegestaan om obligaties uit te geven voor specifieke publieke investeringen die vervolgens niet onder de regels voor overheidstekorten vallen (zogenoemde *construction bonds*, zie EFB, 2020; EPRS, 2016). De EFB (2020) stelt dat deze regel de investeringsquote heeft gestut. EPRS (2016) wijst gelijktijdig op de hoge staatschuld van Japan. Hoewel daar ook structurele redenen aan ten grondslag liggen (e.g., vergrijzing), biedt de huidige praktische invulling van de regel mogelijk maar een beperkte rem op de schuldgroei. EPRS (2016) benoemt dat sinds 1975 de financieringsregel wordt ontweken door gebruik te maken van een wet die (in noodsituaties) toestaat om schuld papier uit te geven (*special deficit-financing bonds*). Met uitzondering van de periode 1990-1993 heeft het parlement sinds 1975 deze wet elk jaar aangenomen.

Nederlandse praktijk

De Nederlandse ervaring is dat er verschillende pogingen zijn gewaagd om toekomstfondsen op te zetten, bijvoorbeeld om zo de kosten van vergrijzing voor de overheidsfinanciën te verlichten of

om investeringen in infrastructuur en kennis te stimuleren (het Fonds Economische Structuurversterking (FES) dat als verdeelfonds in de periode 1995-2010 voor een groot deel werd gevoed uit aardgasbaten en de verkoop van overheidsdeelnemingen).

De vraag die na evaluatie van dergelijke constructies steeds weerkeert is in hoeverre deze fondsen hun doelen hebben bereikt en in hoeverre deze doelen op passende wijze werden gefinancierd. Ook is het probleem gerezen dat de doelen en financiering (onder politieke druk) bij het FES niet altijd duidelijk waren. Afbakening van investeringen speelt hierbij, net als bij de gulden financieringsregel, een belangrijke rol. Dit afbakeningsprobleem is uiteindelijk een belangrijke reden geweest om het FES in 2010 ten grave te dragen (Algemene Rekenkamer, 2014).

A fortiori kan het afbakeningsprobleem dus moeilijk als argument worden gebruikt tegen een gulden financieringsregel als de begrotingsregels tegelijkertijd wel een investeringsfondsconstructie toestaan, zoals op dit moment met het Nationaal Groeifonds het geval is.¹⁰ Het belangrijkste verschil tussen een gulden financieringsregel en een fondsconstructie met vaste voeding, is dat in de tweede constructie door de gelimiteerde voeding, de omvang van het fonds een ex ante limiet vormt op de omvang van de investeringen, en dat een uniforme beoordeling van de investeringsvoorstellen praktisch eenvoudiger te organiseren is, bijvoorbeeld door een (onafhankelijke) commissie. Maar beide mechanismen zijn ook bij een gulden financieringsregel vorm te geven door een plafond te hanteren voor de maximale investeringen in een jaar (als percentage van het bbp) en door de investeringsvoorstellen te laten beoordelen door een onafhankelijke commissie alvorens erover te besluiten.

Een ander voorstel is om een nationale investeringsbank op te richten die bijdraagt aan “het financieren van maatschappelijke transitieopgaven op gebieden als energie, verduurzaming, mobiliteit en voedsel en maatschappelijke domeinen als zorg, veiligheid en onderwijs” (Invest-NL). Wanneer het geld wordt uitgeleend aan de overheid, tellen de uitgaven aan het project als overheidsuitgaven en komen ze ten laste van het EMU-saldo. Wanneer het geld wordt uitgeleend aan een private partij kan dit tegen een lagere dan marktconforme rente, vanwege het ontbreken van een winst-oogmerk bij de nationale investeringsbank. Het aantal private projecten met een positieve kosten-batenanalyse dat hierdoor privaat rendabel wordt, kan hierdoor groeien. De vraag is echter hoeveel van dergelijke projecten zich aandienen. En: projecten die al rendabel zijn, hoeven niet door de investeringsbank gefinancierd te worden (CPB, 2016).

¹⁰ Het rapport van de Studiegroep Begrotingsruimte (2020) bevat een passage die de nadelen van de gulden financieringsregel beschrijft. “Om ervoor te zorgen dat kapitaalinvesteringen op het terrein van bijvoorbeeld kennisontwikkeling en infrastructuur plaatsvinden en niet worden belemmerd, wordt met regelmaat gepleit voor een gulden financieringsregel. Bij een gulden financieringsregels moeten lopende (consumptieve) uitgaven gedekt worden door lopende ontvangsten, terwijl dat niet geldt voor kapitaalinvesteringen die renderen en gedurende een langere periode nut hebben. Kapitaalinvesteringen zouden gedekt mogen worden door schuld aan te gaan. In theorie is dit een goede regel. Investerings die de economische groei aanjagen en waarvan men langjarig profijt heeft, zouden dan niet gedekt hoeven te worden onder het uitgavenplafond. Dergelijk uitgaven zouden zich immers dan op termijn terugverdienen. In de praktijk is de gulden financieringsregel echter niet werkbaar gebleken. Er ontstaan snel afbakeningsproblemen, waarbij van uiteenlopende uitgaven wordt gesteld dat zij een kapitaalsinvestering zouden betreffen met meerjarig nut, om op die wijze de uitgave niet te hoeven dekken. Het separaat behandelen van bepaalde uitgaven – bijvoorbeeld in een apart fonds – staat bovendien op gespannen voet met de integrale afweging. Idealiter stelt een kabinet prioriteiten en weegt op basis daarvan alle uitgaven tegen elkaar af.” (Studiegroep Begrotingsruimte, 2020, blz. 38).

Een ander issue bij Invest-NL is dat de financiering additioneel moet zijn ten opzichte van de financiering die reeds door de markt wordt aangeboden en geen subsidie-element mag bevatten (bijvoorbeeld een lagere rente of andere gunstiger voorwaarden) omdat dit oneerlijke concurrentie zou betekenen ten opzichte van commerciële financiers.

Marktfalen lijkt een voldoende legitimering voor dit soort overheidsinvesteringen. De overheid stelt met kosten-batenanalyses vast of sprake is van marktfalen en of overheidsingrijpen helpt bij het realiseren van maatschappelijk betere uitkomsten. Overheidsingrijpen kan dan geld kosten, maar dat kan worden goedge maakt door hogere maatschappelijke baten die daar tegenover staan, bijvoorbeeld in de vorm van een schoner milieu of betere zorg. Met Invest-NL wordt echter door de eis van marktconformiteit getracht de overheidsuitgaven buiten het EMU-saldo te houden, waardoor het twijfelachtig is of de doelen worden gehaald.

Het vinden en beoordelen van projecten die marktfalens oplossen (verduurzaming, digitalisering) en economisch gezien rendabel zijn (verhogen van arbeidsproductiviteit) is daarmee een tweede probleem dat zowel geldt voor fondsen als een gulden financieringsregel. De belangrijkste twijfel is of er voldoende rendabele investeringen te vinden zijn: als het gaat om het stimuleren van private investeringen, met name in conjunctureel mindere tijden, zullen de prikkels doorgaans laag zijn, wat betekent dat het moeilijk om investeerders te vinden, ongeacht de voorwaarden van die een fonds of gulden financieringsregel stelt. Als er investeerders worden gevonden, kan het gevaar van *deadweight*, dat wil zeggen dat de investeerders hoe dan ook voor het project hebben gekozen, groot zijn. En als ze echt investeren vanwege de gunstige voorwaarden van het fonds of de regel, rijst de vraag naar de doelmatigheid van het programma. Als het fonds private investeerders aantrekkelijke rendementen biedt, zullen deze rendementen moeten worden betaald, hetzij rechtstreeks door het rijk, hetzij indirect via kosten aan de private sector die anders vermeden hadden kunnen worden.

Box 2 Gulden financieringsregel als groeiaanjager?

Theoretische analyses suggereren dat een gouden financieringsregel kan bijdragen aan economische groei. De casussen Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Japan suggereren anderzijds dat de praktijk mogelijk weerbarstiger is.

Anekdotisch is niet direct evident of deze landen structureel hogere groei hebben gekend als gevolg van een gouden financieringsregel. Geen van deze landen groeide bijvoorbeeld over de periode 1999-2009 structureel sneller dan vergelijkbare OESO-landen of de Eurozone als geheel. Voor in elk geval Duitsland geldt daarbij dat de investeringsquote sinds de jaren '90 terugloopt (zie ook hierboven). Een koppeling naar een groei-opstuwend effect van een gulden financieringsregel is dan ook moeilijker te maken.

De beperkt beschikbare empirische literatuur schetst dan ook een gemengd beeld. Creel et al. (2009) rapporteren op basis van SVAR schattingen een positief groei-effect op de lange termijn van de gouden regel in het Verenigd Koninkrijk, maar merken daarbij op dat dit in tegenspraak is met het resultaat van e.g. Perotti (2004), die op basis van VAR analyses stelt dat een gulden financieringsregel 'niet voor zichzelf betaalt'.

Bron: SEO Economisch Onderzoek (2020)

Trends

Op langere termijn is de houdbaarheid van de overheidsfinanciën van belang. Als gevolg van vergrijzing en oplopende zorguitgaven bestaat op langere termijn zorg over deze houdbaarheid. Het aangaan van extra schuld (om te investeren) kan op gespannen voet staan met deze zorg over de overheidsfinanciën op lange termijn. Daar staat tegenover dat investeringen kunnen leiden tot een hoger bbp waardoor het verdelen van welvaart eenvoudiger verloopt (de te verdelen koek is groter), een grotere publieke kapitaalgoederenvoorraad en een duurzamere economie. De houdbaarheid van de overheidsfinanciën is voor een groot deel afhankelijk van politieke keuzes. Belangrijkste keuzes op de langere termijn zijn die omtrent pensioenvoorzieningen en publieke zorguitgaven. Volgens CPB (2020b, blz. 34) moeten inkomsten van de overheid toenemen of de uitgaven afnemen, met ongeveer 2,4 procent bbp. Zonder aanvullend beleid loopt de staatsschuld op tot boven de in het SGP gestelde norm van 60 procent bbp.

De gulden financieringsregel kan in theorie op een aantal manieren soelaas bieden. De eerste is door publieke investeringen anders te behandelen dan nu het geval is. Het wordt zo eenvoudiger om inkomsten en uitgaven in balans te houden. De tweede is door productieve investeringen aan te wakkeren waardoor het bbp in de toekomst hoger wordt dan zonder deze investeringen het geval zou zijn. Ten slotte is het mogelijk om een aantal transities, zoals een meer duurzame en inclusieve economie en samenleving, te realiseren. Daar staan ook een aantal uitdagingen tegenover. Ten eerste loopt de overheidsschuld op korte termijn op als meer wordt geïnvesteerd. Hier staat een grotere publieke kapitaalgoederenvoorraad tegenover, maar het is onduidelijk hoe financiële markten die voorraad beoordelen, zeker als het deels om vervangingsinvesteringen (duurzame kapitaalgoederen) en minder harde investeringen (inclusieve samenleving) gaat. Als de overheidsschuld te hoog oploopt kan dat het vertrouwen in de solvabiliteit van ons land schaden. Ten tweede vergt deze hogere overheidsschuld aanpassing van het SGP, in elk geval op de korte termijn als het gaat om de omvang van de schuld. Ten slotte is het de vraag in hoeverre de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in de praktijk verbetert. Uit CPB (2019) blijkt bijvoorbeeld dat politieke keuzes dikwijls leiden tot verslechtering of verbetering. De houdbaarheid kan verslechteren als er meer ruimte op de begroting ontstaat door investeringen anders te behandelen. Tegenover deze financiële intergenerationele herverdeling via de overheidsbegroting staan dan wel niet-financiële baten in de vorm van een hogere productiviteit of beter milieu voor toekomstige generaties (CPB, 2020a, blz. 18).

Langdurige, overkoepelende trends, zoals vergrijzing, een lage rente, een digitale transitie en de klimaattransitie zijn van belang bij een analyse van het investeringsbeleid. Bij een lage rente kan goedkoper geleend worden en zijn schuldgefinancierde investeringen beter te dragen, omdat de impact op de begroting (rentelasten) kleiner is (EFB, 2020). De Bundesbank (2019) waarschuwt wel dat het veronderstellen van een langdurig lage rente negatieve gevolgen kan hebben indien de rente wel plotseling stijgt. Ook de risicovrije rente zelf is onzeker, waardoor bij een stijging een hogere schuldquote problemen kan geven. In dat geval nemen de kosten snel toe en wordt de schuld eerder onhoudbaar. De EFB (2020) stelt dat naast investeringen in de publieke kapitaalgoederenvoorraad kan worden aangesloten bij doelstellingen van de EU, bijvoorbeeld op het gebied van gezondheidszorg (als reactie op Covid-19), klimaatneutraliteit en digitale transitie. Op die gebieden identificeren ze een te laag niveau van investeringen, terwijl er mogelijk publieke baten te

halen zijn. Wel blijft het van belang de definitie van investeringen goed af te bakenen, ook bij een ruimer blikveld (EFB, 2020).

De invloed van vergrijzing op investeringen en de wenselijkheid van de gulden financieringsregel is tweeledig. Enerzijds leidt vergrijzing tot een lagere bevolkingsgroei, waardoor de samenleving ook af kan met een afnemende of stagnerende kapitaalgoederenvoorraad en een hoger consumptieniveau (Bundesbank, 2019). Bij een afnemende beroepsbevolking blijft de kapitaalgoederenvoorraad per capita dan gelijk. Anderzijds stelt EFB (2020) dat juist door vergrijzing i.c.m. lage bevolkingsgroei investeringen laag zijn. Voor een deel is dat het gevolg van politieke redenen: een ouder electoraat heeft meer baat bij overheidsuitgaven dan overheidsinvesteringen die pas op de lange termijn rendement opleveren. Volgens die redenering is een gulden financiering regel dan juist wenselijk om investeringen te beschermen tegen extra politieke druk om investeringen te verminderen.

Conclusie

Ervaringen in het buitenland met de gulden financieringsregel zijn niet louter positief. Vooral het helder afbakenen van publieke investeringen en het vinden van deze investeringen blijkt in de praktijk moeilijk. Nederlandse ervaringen met fondsconstructies zijn om dezelfde redenen ook niet positief. Het invoeren van de gulden financieringsregel om de gevolgen van vergrijzing te mitigeren is niet eenduidig positief en het stimuleren van transitie gaat vooral goed bij een lage rentestand.

Ruimte voor een gulden financieringsregel in Nederland

Los van de argumenten voor en tegen een gulden financieringsregel en de precieze vormgeving (afbakening investeringsbegrip), is de vraag hoeveel financiële ruimte er de komende jaren is voor implementatie van een gulden financieringsregel of het buiten de uitgavenkaders plaatsen van het Nationale Groeifonds.

Implementatie van een gulden financieringsregel

Uitgangspunt is de meest recente inzichten voor de ontwikkeling van de overheidsfinanciën op middellange termijn (CPB, 2020b). Daarnaast is een aanname nodig met betrekking tot eventueel van het basispad in deze raming afwijkend begrotingsbeleid dat in deze periode gevoerd zal worden, om een idee te krijgen van de budgettaire ruimte (of het gebrek daaraan). Ten aanzien van het begrotingsbeleid gaan we ervan uit dat het advies van de Studiegroep Begrotingsruimte (2020) gevolgd wordt, namelijk geen (additionele) bezuinigingen of intensiveringen ten opzichte van het basispad in de CPB-raming: “Daarom adviseert de Studiegroep om komende kabinetsperiode geen bezuinigingen of lastenverzwaringen door te voeren voor een beter saldo. Tegelijkertijd is het – vanwege de grote onzekerheid – onverstandig om de overheidsfinanciën structureel te belasten, ook omdat de kans dat op termijn een budgettaire opgave resteert reëel lijkt. Dat betekent dat de politiek keuzes moet maken binnen de bestaande inkomsten en uitgaven.” (Studiegroep Begrotingsruimte, 2020, blz. 7).

Uitgaande van een begrotingsbeleid dat per saldo geen (structurele) intensiveringen of bezuinigingen doorvoert, kunnen we voor de ontwikkeling van de overheidsfinanciën uitgaan van de meest recente CPB-raming (Tabel 2).

Tabel 2 Meest recente raming overheidsfinanciën voor de middellange termijn

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EMU-saldo collectieve sector	-6.1	-4.6	-2.4	-1.6	-1.2	-1.2
w.v. centrale overheid	-6.7	-4.8	-2.7	-1.9	-1.6	-1.6
lokale overheid	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
wettelijke sociale verzekering	0.8	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
EMU-saldo structureel (EC-methode)	-3.3	-2.7	-1.4	-0.9	-0.7	-0.7
EMU-schuld collectieve sector	56.7	59.0	59.5	59.8	59.8	59.7

Noot: Alle getallen in deze tabel zijn niveau eindejaar in percentage bbp.

Bron: CPB (2020b)

Volgens deze raming zijn de overheidsfinanciën vanaf 2024 in de buurt van de grenzen die door de *huidige* Europese begrotingsregels worden gegeven, namelijk binnen de grenzen voor het feitelijk tekort (−3 procent) en de staatsschuld (60 procent), als ongeveer op de huidige grens voor het structureel saldo (mto Nederland is nu −0,5 procent met een toegestane onzekerheidsmarge van −0,2 procent). Op dit moment heeft de Europese Commissie de economische gevolgen van de uitbraak van het coronavirus aangemerkt als reden om tijdelijk af te wijken van de verplichtingen van het SGP. Gezien het feit dat veel EU-landen met dit probleem kampen, is het aannemelijk dat de ontsnappingsclausule voorlopig niet zal worden beëindigd. Ook is het denkbaar dat er in de komende periode in reactie op de huidige crisis aanpassingen gedaan zullen worden in de Europese begrotingsregels of in de interpretatie ervan. De Studiegroep Begrotingsruimte (2020) lijkt impliciet te taxeren dat haar advies voor het begrotingsbeleid (geen per saldo bezuiniging en intensivering) wel verkocht zal kunnen worden binnen de Europese begrotingsregels.¹¹ Uitgaande van toepassing van de huidige Europese begrotingsregels kan geconstateerd worden dat daar in deze raming vanaf 2024 aan voldaan is. Anderzijds biedt toepassing van de regels tot 2025 geen ruimte voor substantiële additionele investeringen gefinancierd via een gulden financieringsregel ten opzichte van dit beeld.

Uitgaande van bovenstaande analyse is er niet of nauwelijks additionele ruimte voor investeringen die door een gulden financieringsregel gefinancierd worden in de periode tot 2025: deze zouden immers tot extra (structurele) saldobelasting leiden die conflicteert met het Studiegroepadvies en naar alle waarschijnlijkheid ook met (de huidige versie van) Europese begrotingsregels. Wel kan binnen de bestaande uitgaven een (verdere) herschikking plaatsvinden van lopende uitgaven naar investeringen. Om de gedachten te bepalen: de overheidsinvesteringen in Nederland liggen rond

¹¹ Gegeven het volgende citaat: “Mochten de Europese begrotingsregels gaan knellen, dan is het aan het kabinet om te wegen hoe hiermee om te gaan. Zolang Nederland verstandige maatregelen neemt, die de economische structuur en de gezondheid van de overheidsfinanciën versterken, gelden er meer flexibele regels.” (Studiegroep Begrotingsruimte, 2020, blz. 9).

de 3 procent bbp, maar zijn sinds 2009 stelselmatig gedaald vanaf 4,3 procent bbp (CBS, 2019). Een terugkeer naar een dergelijk niveau van 4-4,5 procent bbp zou betekenen dat Nederland in de buurt van de top 5 van EU-landen met de meeste overheidsinvesteringen terecht komt (CBS, 2019). Overigens is een belangrijke verklaring voor de daling sinds 2009 dat de investeringen door lokale overheden fors zijn teruggelopen: het grootste deel van de overheidsinvesteringen wordt in Nederland namelijk gedaan door de lokale overheid. Deels komt dit doordat de vastgoedmarkt instortte in de nasleep van de financiële crisis en er daardoor minder rendabele investeringsopties waren. Er zijn echter ook aanwijzingen dat de daling deels veroorzaakt is doordat investeringsbijdragen en andere inkomensoverdrachten naar lokale overheden vanuit het Rijk in deze periode per saldo zijn gedaald (CPB, 2018). Het feit dat een belangrijk deel van de overheidsinvesteringen wordt gedaan door de lokale overheid is tegelijk ook een complicatie voor de wens om van rijkswege de overheidsinvesteringen sterk te stimuleren. Daartoe zouden er afspraken gemaakt moeten worden met lokale overheden (bijvoorbeeld over meer ruimte in de lokale overheidsfinanciën voor investeringen, in de vorm van een gulden financieringsregel op lokaal niveau). Ook hier is dan weer de vraag in hoeverre geschikte investeringsprojecten er in de praktijk zijn.

Gezien de meest recente inzichten ten aanzien van de stand van de overheidsfinanciën in 2025 en het uitgangspunt van de Studiegroep om per saldo geen bezuinigingen of intensiveringen door te voeren is er geen ruimte voor additionele investeringen (en dus ook niet voor invoering van de gulden financieringsregel) in deze periode. Wel kan er in de periode 2020-2025 binnen de uitgaven sprake zijn van herschikking van lopende uitgaven naar investeringen. Een terugkeer naar de niveaus van overheidsinvesteringen van 2009 zou betekenen dat de investeringen met 1-1,5 procent bbp zouden moeten toenemen, en vergt naar waarschijnlijkheid ook afspraken met lokale overheden. Introductie van een volledige gulden financieringsregel zal onder deze veronderstellingen dus pas ergens in de periode 2025-2030 kunnen plaatsvinden, en ook dan conditioneel zijn op de ruimte die de dan geldende Europese begrotingsregels bieden.

Groefonds buiten uitgavenkaders

De kaders van het SGP en de beperkte ruimte in de overheidsfinanciën voor een structurele intensivering van de investeringen vormen een belemmering voor de implementatie van een gulden financieringsregel. Een alternatief is om het Nationale Groefonds in te zetten om overheidsinvesteringen te verhogen. Afhankelijk van de fondsvormgeving kan dit de werking van een gulden financieringsregel voor een deel nabootsen, in de zin dat er (structureel) financiële ruimte voor investeringen gereserveerd wordt buiten de kaders van de begroting. Via het fonds wordt door de overheid geïnvesteerd in het verhogen van de arbeidsproductiviteit en de noodzakelijke transitie richting een digitale en duurzame economie.

Vormgeving en overheidsfinanciën

De initiële storting in het fonds kan buiten het EMU-saldo gehouden worden (cf. Invest-NL). Tot op zekere hoogte worden investeringen hiermee buiten de uitgavenkaders geplaatst. Hierbij zijn wel twee kanttekeningen. Ten eerste hangt de mate waarin investeringen uit het fonds buiten het saldo gehouden kunnen worden af van de projectkeuzes. Een lening uit het fonds aan een overheid (bijvoorbeeld een gemeente) telt in de huidige systematiek als een overheidsuitgave en komt daar-

mee ten laste van het EMU-saldo (CPB, 2016). Dit beperkt de ruimte om ‘saldovrij’ publieke investeringen te doen. Ten tweede geldt dat op langere termijn een fonds dat is gevuld met geleend geld leidt tot rente-uitgaven en het moeten terugbetalen van de schuld. Dit is onderdeel van het EMU-saldo. Deze last is kleiner dan de last voor het EMU-saldo als de investeringen uit de lopende begroting zouden komen, maar vormt wel een beperking op de investeringsruimte. Een andere beperking is dat binnen de huidige kaders behalve het EMU-saldo ook het schuldniveau relevant is. Een initiële storting in een fonds doet de overheidsschuld waarschijnlijk toenemen. Dit kan een beperking zijn voor het genereren van investeringsruimte op het moment dat het schuldplafond in zicht komt. Aan de inkomstzijde staan mogelijke inverteffecten doordat het bbp en de belastinginkomsten voor het Rijk hoger worden met positief renderende investeringen. Deze rendementen moeten zo hoog zijn dat de rentelasten kunnen worden gedragen en de schuld kan worden afgelost.

Omvang van de investeringen

Het fonds investeert in de periode tot en met 2025 een jaarlijks oplopend bedrag tot in totaal € 25 mld. en de vijf jaren daarna nog eens € 50 mld. (€ 10 mld. per jaar). De totale investering tot en met 2030 bedraagt dan € 75 mld. Het is onzeker of er voor dit bedrag maatschappelijk rendabele investeringen gevonden kunnen worden. De recente ervaringen met Invest-NL laten zien dat dit waarschijnlijk niet eenvoudig zal zijn. Een ander risico voor het groeifonds en de andere Nederlandse of Europese fondsen is dat zij de facto met elkaar concurreren om dezelfde rendabele investeringen. De vraag is of een stelsel met meerdere grote fondsen de meest efficiënte manier is om financiering voor investeringen te bieden. In Nederland zou bijvoorbeeld ook het budget van Invest-NL kunnen worden verhoogd.

Dit laat overigens onverlet dat het intensiveren van investeringsuitgaven de trend kan keren. In de periode 2000-2019 waren de gemiddelde bruto-investeringen van de overheid gelijk aan € 23,6 mld. per jaar. Dit komt neer op 3,8 procent van het bbp.¹² Het betreft hier de totale investeringen door de publieke sector, dus inclusief vervangingsinvesteringen. Een impuls van € 10 mld. per jaar vanaf 2025 als netto-investering zou een substantiële verhoging van de totale publieke investeringen betekenen (ongeveer 1,2 procentpunt op de totale investeringen in 2019). De EFB (2020) concludeert dat overheidsinvesteringen nog niet volledig op het niveau van voor de Grote Recessie zijn als Europees wordt gekeken. In Nederland is een daling van de publieke investeringen te zien van 4,3 procent van het bbp in 2009 naar 3,4 procent in 2019. De extra 1,2 procentpunt die de € 10 mld. per jaar oplevert zou die daling tenietdoen. Dit geldt overigens niet alleen voor investeringen, ook sommige andere overheidsuitgaven dalen.

Een belangrijk aandachtspunt bij deze cijfers is dat het sturen op percentages of omvang van de investeringen niet een doel op zich moet zijn. Het gaat om het vinden van effectieve maatschappelijk relevante investeringen.

Economische omstandigheden

Gezien het huidige relatief lage niveau van overheidsinvesteringen in Nederland en uitdagende trends als vergrijzing en een zwakke productiviteitsgroei en de maatschappelijke opgaven op het

¹² De gemiddelde private investeringen in deze periode waren 16,8 procent van het bbp.

terrein van digitalisering en duurzaamheid, is het niet verwonderlijk dat de reële bbp-groei de afgelopen jaren laag is. De trendmatige groei is op langere termijn nauwelijks hersteld tot het niveau van voor de Grote Recessie, maar rond de 1,5 procent per jaar blijven steken.

Effectieve overheidsinvesteringen zullen daarom op dit moment waarschijnlijk een grotere impact hebben op de economie. Daarnaast maken hogere opbrengsten en versterkingseffecten overheidsinvesteringen rendabeler en kunnen deze op termijn mogelijk bijdragen aan de houdbaarheid van de overheidsfinanciën vanwege de gecombineerde effecten op de vraag op korte termijn en op het aanbod op middellange termijn. Bovendien bieden lage rentetarieven een kans voor overheden om in de toekomst te investeren. Aangezien de rente op staatsobligaties in veel landen bijna nul is, brengen investeringen slechts een kleine last met zich mee, vooral als de rentetarieven laag blijven (of kunnen worden vergrendeld door te lenen met lange looptijden) en investeringsprojecten zorgvuldig worden gekozen. Bijgevolg zouden met schulden gefinancierde investeringen een kleinere impact hebben op de toekomstige lopende overheidsuitgaven (en het EMU-saldo) dan in het verleden. Directe investeringsopbrengsten en belastinginkomsten als gevolg van hogere groeipercentages zouden dan kunnen worden gebruikt om de hoofdsom in de loop van de tijd af te betalen.

Deze redenering vraagt wel om overheidsinvesteringen die additioneel zijn, een duidelijk doel hebben en de problemen die kleven aan fondsconstructies en gulden financieringsregels (Tabel 1) oplossen.

Afwegingen bij investeringen

We merken op dat een fondsconstructie een ‘truc’ is om op een (bij benadering) *de facto* gulden financieringsregel uit te komen. Dit heeft echter geen gevolgen voor de afwegingen rondom investeringen. Die zijn hetzelfde als voor een pure gulden financieringsregel:

- Het type investering moet duidelijk zijn. Zijn het projecten die het hoogste investeringsrendement opleveren, die op lange termijn als meest groeibevorderend worden beschouwd of investeringen met een specifiek maatschappelijk of milieudoel? In Box 1 is aangegeven dat het afbakenen en definiëren van investeringen cruciaal is voor de doelen die ermee bereikt dienen te worden.
- Investeringen moeten netto-investeringen omvatten. Dat vraagt om een heldere definitie van wat er binnen het fonds valt. Ervaringen uit het buitenland laten zien dat het vooraf bepalen hoe de regels in elkaar steken van groot belang is om te voorkomen dat bijvoorbeeld vervangingsinvesteringen binnen het fonds gaan vallen (Bundesbank, 2019; Truger, 2015).
- Investeringen moeten additioneel zijn ten opzichte van private investeringen. Dat betekent dat het fonds private investeringen niet moet verdringen, een afweging moet maken of een investering of een belastingmaatregel (beprijzen en stimuleren) effectief is en een positief financieel rendement moet opleveren om de aangegane schuld uiteindelijk te kunnen aflossen (CPB, 2016).
- De wetenschappelijke literatuur over de effecten van het buiten de uitgavenkaders plaatsen van investeringen is verdeeld (Tabel 1). Tevens hebben veel landen de gulden financieringsregel weer afgeschaft. Belangrijke reden hiervoor is geweest dat er onvoldoende projecten met een onderbouwing door een positieve maatschappelijke kostenbatenanalyse bestonden en dat het

dikwijls onduidelijk is in hoeverre overheidsuitgaven niet maatschappelijk effectiever zijn dan overheidsinvesteringen.

Kortom, het doel van de investeringen moet duidelijk zijn, de definitie van wat er onder valt (en vooral ook wat er niet onder valt) vooraf bepaald, de additionaliteit van de projecten (ook ten opzichte van andere instrumenten) moet inzichtelijk worden gemaakt en de praktische en inhoudelijke problemen die spelen rond het apart zetten van investeringen, zoals blijkt uit de literatuur over de gulden financieringsregel, moeten worden opgelost.

Conclusie

In de wetenschappelijke literatuur is geen duidelijke consensus over de wenselijkheid en doeltreffendheid van een gulden financieringsregel. Het hanteren van een gulden financieringsregel heeft een aantal voordelen. In de eerste plaats is er enige empirische evidentie dat een dergelijke regel ervoor zorgt dat er minder sterk bezuinigd wordt op investeringen in tijden van begrotingsconsolidatie. Op lange termijn staat tegenover een overheidsschuld bovendien publiek kapitaal en zijn lopende uitgaven gelijk aan inkomsten. Een nadeel is het risico dat het investeringsbegrip onder politieke druk wordt opgerekt zodat het ook allerlei lopende uitgaven bevat. Een ander nadeel is het risico dat er verdringing van private investeringen plaatsvindt, en dat de regel niet goed past in de (huidige) Europese afspraken over tekort en schuld.

Eerdere ervaringen in landen die een gulden financieringsregel hebben (Japan) of hebben gehad (Duitsland, het Verenigd Koninkrijk) bevestigen dat het risico dat de regels onder politieke druk worden opgerekt niet denkbeeldig is. Uiteindelijk gaat het dan vooral om het oprekken van mogelijkheden om ook andere uitgaven deels onder de werking van de regel te brengen. Dit is ook de ervaring in Nederland met fondsconstructies (zoals het FES) die ook gericht waren op het beschermen of stimuleren van investeringen.

Een praktische invulling van een gulden financieringsregel zou bovenstaande nadelen zoveel mogelijk moeten adresseren.

- Door te kiezen voor een investeringsbegrip dat onafhankelijke statistische conventies volgt wordt het moeilijker om de cijfers en definities te manipuleren. Het afbakenen van investeringen zou dan een taak zijn van een onafhankelijke partij als het CBS (of Eurostat op Europees niveau). Bij het beoordelen van investeringsvoorstellen (ex ante) kan verder worden gekozen voor een onafhankelijke commissie. Daarnaast kan de onafhankelijke begrotingsautoriteit (in Nederland de Raad van State en het CPB) een expliciete taak worden gegeven bij de monitoring van de gulden financieringsregel. Met een onafhankelijke meting (CBS) beoordeling (onafhankelijke commissie) en monitoring (CPB en Raad van State) wordt de transparantie vergroot en worden de politieke kosten van het oprekken van de systematiek groter.
- Om een (niet gemaximeerde) gulden financieringsregel in te voeren, is een wijziging in de regels van het SGP nodig (EFB, 2020). Dit zou onderdeel kunnen zijn van een bredere wijziging en vereenvoudiging van de Europese begrotingsregels. Een wijziging van het verdrag moet wel door alle nationale parlementen worden goedgekeurd.

- Gezien de meest recente inzichten ten aanzien van de stand van de overheidsfinanciën in 2025 en het uitgangspunt van de Studiegroep Begrotingsruimte (2020) om per saldo geen bezuinigingen of intensiveringen door te voeren is er geen ruimte voor additionele investeringen (en dus ook niet voor invoering van de gulden financieringsregel) in de periode tot 2025. Wel kan er in de periode 2020-2025 binnen de uitgaven sprake zijn van herschikking van lopende uitgaven naar investeringen. Introductie van een volledige gulden financieringsregel zal onder deze veronderstellingen dus pas ergens in de periode 2025-2030 kunnen plaatsvinden, en ook dan conditioneel zijn op de ruimte die de dan geldende Europese begrotingsregels bieden.

Literatuur

- Algemene Rekenkamer (2014). *Besteding van aardgasbaten: feiten, cijfers en scenario's*. Algemene Rekenkamer: Den Haag.
- Balassone, F. & Franco, D. (2000). Public investment, the stability pact and the 'golden rule'. *Fiscal Studies*, 21(2): 207-229.
- Baumann, E., Donnebrink, E. & Kastrop, C. (2008). A concept for a new budget rule for Germany. CESifo Forum 2/2008.
- Blanchard, O.J. & Giavazzi, F. (2004). Improving the SGP through a proper accounting of public investment. CEPR Discussion Paper No. 4220.
- Buiter, W.H. (2003). Ten commandments for a fiscal rule in the E(M)U, *Oxford Review of Economic Policy*, 19(1): 84-99.
- Bundesbank (2019). European stability and growth pact: individual reform options. *Monthly Report*, 77-90.
- Buti, M., Eijffinger, S. & Franco, D. (2003). Revisiting the EMU's stability pact: A pragmatic way forward, *Oxford Review of Economic Policy*, 19(1): 100-111.
- CBS (2019). *Kwartaalmonitor overheidsfinanciën; derde kwartaal 2019*. CBS: Den Haag.
- CPB (2016). *Startnotitie keuzes in kaart 2018-2021*. CPB: Den Haag. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Notitie-3okt2016-Startnotitie-KIK-2018-2021-aanvullende-informatie.pdf>
- CPB (2018). *Waarom zijn de gemeente investeringen sinds 2009 sterk gedaald?* CPB: Den Haag. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Notitie-11juli2018-Waarom-zijn-de-gemeente-investeringen-sinds-2009-sterk-gedaald.pdf>
- CPB (2019). *Zorgen om morgen*. CPB: Den Haag. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Vergrijzingsstudie-2019-Zorgen-om-morgen.pdf>

- CPB (2020a). *Macro economische verkenning 2020*. CPB: Den Haag. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/MEV2020.pdf>
- CPB (2020b). *Actualisatie verkenning middellange termijn 2022-2025*. CPB: Den Haag. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Raming-Actualisatie-MLT-2022-2025-november-2020.pdf>.
- Creel, J. (2003). Ranking fiscal policy rules: the golden rule of public finance vs. the stability and growth pact. Working Paper 2003-04, OFCE.
- Creel, J., Monperrus-Veroni, P. & Saraceno, F. (2009). On the long-term effects of fiscal policy in the United Kingdom: The case for a golden rule, *Scottish Journal of Political Economy*, 56(5): 580-607.
- European Fiscal Board (2020). *Assessment of the fiscal stance appropriate for the euro area in 2021*. European Fiscal Board: Brussel.
- EPRS (2016). *Briefing: Japan's national budget; procedure and the public debt burden*. European Parliamentary Research Service: Brussel.
- Honjo, K. (2007). The golden rule and economic cycles, IMF Working Paper 199.
- IMF (2014). *World Economic Outlook*. October 2014.
- Jesus, M.A.J. & Jorge, S.M. (2012). Governmental accounting versus national accounts: implications of different accounting bases on EU member-states central government deficit/surplus. BRU-IUL Working Paper 12/01.
- Mehrotra, A. & Vålilä, T. (2006). Public investment in Europe: evolution and determinants in perspective. *Fiscal Studies* 27(4): 443-471.
- OESO (2008). *OECD Economic surveys: Germany 2008*. OESO: Parijs.
- Perotti R. (2004). Public investment: another (different) look. IGIER Working Paper 277, Bocconi University.
- Servén, L. (2007). Fiscal rules, public investment, and growth, World Bank Policy Research Working Paper 4382.
- Studiegroep Begrotingsruimte (2020). *Koers bepalen: kiezen in tijden van budgettaire krapte*. Ministerie van Financiën: Den Haag.

Truger, A. (2015). Implementing the golden rule for public investment in Europe: safeguarding public investment and supporting the recovery. Working Paper-Reihe der AK Wien 139.