

20 juli 2017

## Gezonde overheidsfinanciën en obligatie- schaarste

---

**Han de Jong**  
Chief economist  
Tel: +31 20 628 42201  
han.de.jong@nl.abnamro.com

**Nico Klene**  
Senior Economist  
Tel: +31 20 628 4204  
nico.klene@nl.abnamro.com

**Kim Liu**  
Senior Rates Strategist  
Tel: +31 20 343 4669  
kim.liu@nl.abnamro.com

---

- De onderhandelingen om een coalitieregering te vormen verlopen moeizaam door het versnipperde politieke landschap en fundamentele verschillen tussen de partijen
- De gesprekken tussen het motorblok en de ChristenUnie lijken echter langzaam de goede kant op te gaan
- De groei van de Nederlandse economie ligt nog steeds boven het potentieel tempo
- De overheidsfinanciën zullen waarschijnlijk sterker verbeteren in 2018 dan de officiële ramingen aangeven door een gunstiger kassaldo, de robuuste economische groei en de verdere verkoop van staatsbelangen
- Op grond van de gunstige vooruitzichten heeft het ministerie van Financiën de financieringsbehoefte voor 2017 al verlaagd; verdere verlagingen zijn waarschijnlijk
- Wij schatten in dat de financieringsbehoefte voor 2018 beperkt zal zijn...
- ...waardoor wellicht de uitgifte van langlopende obligaties afneemt en het financieringsbeleid wordt gewijzigd
- Volgens onze berekeningen laat de Nederlandse staatsobligatiemarkt in 2018 naar verwachting de grootste krimp zien sinds 2000...
- ...wat tegenwicht zal bieden aan de mogelijke verhoging van het renteverskil tussen Nederlandse en Duitse staatsleningen, wanneer de ECB haar programma van kwantitatieve verruiming gaat verminderen

### Het gaat Nederland voor de wind zonder regering

In deze notitie vatten we eerst de recente ontwikkelingen rond de formatie van een nieuwe regering samen en de mogelijke gevolgen voor de overheidsfinanciën en schetsen we onze macro-economische vooruitzichten. Vervolgens belichten we hoe deze ontwikkelingen uitwerken op de financieringsbehoefte voor 2017 en 2018. Wij denken dat deze waarschijnlijk afneemt door het samenspel van de reeds gunstige vooruitzichten, de vertraagde formatie van een nieuwe coalitieregering en andere technische factoren. Daarbij komt dat de Nederlandse staatsobligatiemarkt volgend jaar naar verwachting sterker zal krimpen dan in enig ander jaar sinds 2000. Deze gunstige factoren bieden volgens ons tegenwicht aan de mogelijke verhoging van het renteverskil tussen Nederlandse en Duitse staatsobligaties wanneer de ECB haar programma van kwantitatieve verruiming gaat verminderen (wij verwachten dat de ECB hiermee begint in januari 2018).

### **Het politieke landschap is versnipperd na de algemene verkiezingen**

De algemene verkiezingen zijn alweer vier maanden geleden en er is nog steeds geen nieuwe regering. Voor een meerderheidskabinet is nu een coalitie van minstens vier partijen nodig. Nederland is van oudsher een coalitieland, maar deze keer blijkt het toch wel heel lastig te zijn om een stabiele coalitie te vormen. Dit komt mede omdat het parlement met dertien partijen sterk is versnipperd, terwijl de grootste partij slechts 22% van de zetels bezit. Bovendien hebben de meeste partijen samenwerking met de PVV van Geert Wilders (twintig zetels) uitgesloten en willen verschillende partijen ook niet met elkaar in zee gaan.

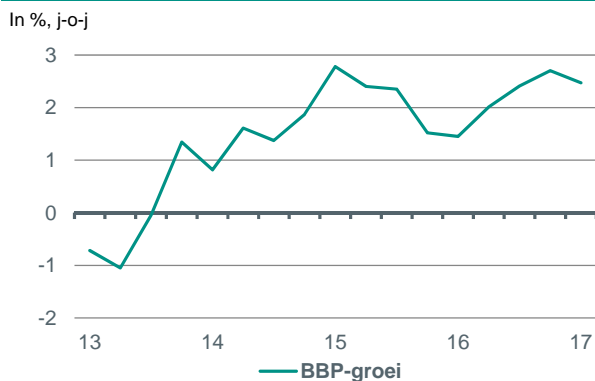
### **Fundamentele verschillen in partijprogramma's compliceren de onderhandelingen**

Het ziet ernaar uit dat drie partijen het motorblok van de nieuwe regering gaan vormen: de VVD onder leiding van premier Mark Rutte (de grootste partij met 33 van de 150 zetels in de Tweede Kamer, ondanks een verlies van 8 zetels ten opzichte van de vorige verkiezingen in 2012), het CDA (19 zetels tegen 13 in 2012) en D66 (gestegen van 12 naar 19 zetels). Bij de eerste gesprekken schoof ook GroenLinks aan (gestegen van 4 naar 14 zetels). Een coalitie van deze vier partijen zou kunnen rekenen op een comfortabele meerderheid met 85 zetels. De besprekingen mislukten echter, omdat GroenLinks zich niet kon vinden in het migratiestandpunt van de andere partijen. Er werd hierna even gesproken met de ChristenUnie (5 zetels, net als in 2012) om de plaats van GroenLinks aan de onderhandelingstafel over te nemen. Deze gesprekken liepen echter direct stuk op met name fundamentele verschillen tussen de CU en D66 ten aanzien van onder meer euthanasie. Een nieuwe poging om GroenLinks weer binnenboord te halen, mislukte. Ook gesprekken met de PvdA (de grote verliezer met nu 9 zetels tegen 38 in 2012) liepen snel vast. Inmiddels zijn de gesprekken tussen het motorblok en de CU nieuw leven ingeblazen onder leiding van Gerrit Zalm (oud-minister van Financiën en voormalig bestuursvoorzitter van ABN AMRO), zonder garantie dat dit daadwerkelijk zal leiden tot een nieuwe regering. Mocht deze nieuwe poging nu wel lukken, dan komt er een coalitie (76 zetels) met de kleinste mogelijke meerderheid. Verschillende andere partijen zullen deze regering waarschijnlijk wel steunen, zodat de coalitie wel eens stabiel zou kunnen zijn dan de cijfers doen vermoeden. De kans op nieuwe verkiezingen of op deelname van de PVV aan een coalitieregering blijft heel klein.

### **Economische groei versnelt verder...**

De Nederlandse economie groeit al sinds medio 2013 in een heel behoorlijk tempo. Het BBP kromp nog met 0,2% in heel 2013, maar over de periode 2014 – 2016 groeide de economie met gemiddeld 2% per jaar. Dit is hoger dan het potentiële groeitempo. Hierdoor is de werkloosheid afgenomen van circa 7,5% tot ongeveer 5%. De buitenlandse handel en de investeringen in vaste activa waren de belangrijkste groeiaanjagers. De bijdrage van de particuliere consumptie was bescheidener, vooral in 2014 toen het regeringsbeleid nog was gericht op vermindering van het begrotingstekort. De totale economische groei had hoger uit kunnen vallen als de regering er niet voor had gekozen om de gaskraan verder dicht te draaien. Deze beleidsomslag heeft te maken met de problematiek rond aardbevingen als gevolg van de winning van aardgas in het noorden van het land.

De groei is in de laatste kwartalen versneld. In het eerste kwartaal van dit jaar bedroeg de groei van het reële BBP 3,2% j-o-j. De investeringen in vaste activa (+6,6% j-o-j) waren opnieuw de belangrijkste aanjager. Wij denken dat de economie dit jaar met circa 2,5% groeit en volgend jaar met bijna 2%. Het Centraal Planbureau (CPB) en De Nederlandsche Bank (DNB) waren tot voor kort iets minder optimistisch, maar hebben inmiddels hun groeiramingen opgetrokken tot het door ons verwachte niveau.

**Nederlandse economie groeit boven potentieel...**

Bron: Thomson Reuters Datastream

**...waardoor werkloosheid verder afneemt**

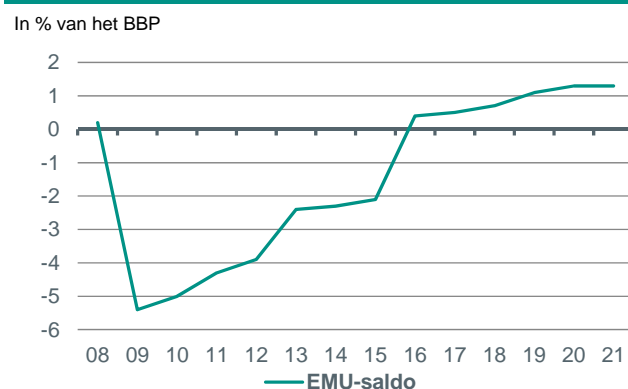
Bron: Thomson Reuters Datastream

**... bij een licht stijgende inflatie en extern overschot**

De inflatie was tussen 2014 en 2016 maar net positief (gemiddeld 0,2%), maar is de laatste tijd weer iets opgelopen, hoofdzakelijk door de olieprijsen en basiseffecten. Wij ramen de inflatie op 1,3% in 2017 en 1,4% in 2018. Nederland heeft al jaren een fors extern overschot, al is dat de laatste jaren wel iets afgenomen. Het overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans bedroeg bijna 10% van het BBP in 2013 en zal dit jaar en volgend jaar naar verwachting rond 8% van het BBP liggen.

**Overheidsfinanciën verbeteren naar verwachting verder in 2018...**

De regering Rutte is erin geslaagd het EMU-begrotingstekort van circa 4% van het BBP in 2012 om te buigen in een klein overschot in 2016. De grootste stap werd in 2016 gezet (+0,4% tegen -2,1% in 2015). Volgens de meest recente prognoses van het CPB stijgt het overschot fractioneel naar 0,5% van het BBP dit jaar en 0,7% volgend jaar. Wij zien geen reden om van andere percentages uit te gaan, aangezien wij wat de economische groei betreft nagenoeg op één lijn zitten met het CPB. Hierbij moet overigens wel worden aangetekend dat het CPB in zijn prognoses geen rekening houdt met nieuw beleid. Een nieuwe regering lanceert waarschijnlijk nieuwe beleidsinitiatieven.

**EMU-saldo is weer positief**

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, CPB

**... en vooruitzichten voor middellange termijn blijven goed ondanks mogelijke stijging van overheidsuitgaven**

Volgens iets oudere ramingen van het ministerie van Financiën neemt het overschot toe naar 1,3% in 2021, wanneer de volgende kabinetsperiode afloopt. Het overschot zal naar alle waarschijnlijkheid dan echter kleiner zijn als gevolg van nieuw regeringsbeleid. Volgens hun

verkiezingsprogramma's willen immers bijna alle vermoedelijke coalitiepartners de uitgaven verhogen en/of de belastingdruk verlagen. Een overschot van circa 0,5% van het BBP in 2021 lijkt dan ook realistischer.

De tijd die een nieuwe regering heeft om een duidelijke stempel op de begroting voor 2018 te drukken, wordt echter snel krapper. Als er toch nog snel een nieuwe regering komt, dan kan deze nog beleidsinitiatieven nemen. In dat geval zal het overschot in 2018 vermoedelijk in de buurt van 0,5% van het BBP uitkomen. Dit is iets lager dan de nu verwachte 0,7%, zodat de financieringsbehoefte met EUR 2 miljard toeneemt.

#### **Verkoop van staatsbelangen: een onbekende factor in rekensommen**

Een onbekende factor in de raming van de financieringsbehoefte<sup>1</sup> zijn de eventuele verkoopopbrengsten van staatsbelangen. Tijdens de financiële crisis werden diverse financiële instellingen genationaliseerd om de financiële stabiliteit te waarborgen en werd aan een aantal andere instellingen financiële steun verleend. De grootste reddingsoperatie betrof de overname van de activiteiten van Fortis in Nederland. In 2015 maakte de regering een begin met de gedeeltelijke verkoop van deze belangen. De twee grootste resterende belangen zijn ABN AMRO (63%) en verzekeraar ASR (21%). De Staat heeft zijn belang in ABN AMRO onlangs nog met 7% verminderd tot 63%. Dit leverde circa EUR 1,5 miljard op voor de schatkist. De totale marktwaarde van de resterende staatsbelangen bedraagt ongeveer EUR 15 miljard. Deze gelden zullen, net zoals alle andere verkoopopbrengsten, rechtstreeks in mindering op de financieringsbehoefte worden gebracht. Het is op dit moment echter nog onzeker of en tegen welke prijs deze belangen in de komende periode kunnen worden verkocht.

#### **Financieringsbehoefte voor 2017 is verlaagd door gunstige vooruitzichten**

Sinds het Agentschap van de Generale Thesaurie in september 2016 zijn eerste raming van de financieringsbehoefte van het Rijk voor 2017 publiceerde, is het cijfer al drie keer naar beneden bijgesteld. De eerste raming was EUR 59,8 miljard (exclusief de technische voorzieningen voor onderpand in contanten), maar de meest recente officiële raming is EUR 3 miljard lager op EUR 56,8 miljard. Deze daling kan vooral worden toegeschreven aan het hoger dan verwachte kassaldo (N.B.: de opbrengsten van de verkoop van staatsbelangen worden meegeteld in het kassaldo, maar niet in het EMU-saldo). Het geraamde kassaldo laat een omslag zien van een klein tekort naar een overschot van bijna EUR 8 miljard. Het positieve effect van het kassaldo op de financieringsbehoefte werd gedeeltelijk tenietgedaan door de terugkoop door het Agentschap van in 2018 en 2019 aflopende Nederlandse staatsobligaties (EUR 2 miljard) en veranderingen in onderpand in contanten (EUR 1,6 miljard). Wij neigen ernaar dat het Agentschap de financieringsbehoefte voor 2017 op kasbasis nog verder naar beneden zal bijstellen: de economische groei houdt naar verwachting aan en de opbrengst van het verkochte belang van 7% in ABN AMRO is nog niet in de ramingen verwerkt (verdere desinvesteringen vóór het einde van het jaar kunnen bovendien niet worden uitgesloten). De financieringsbehoefte kan mogelijk fractioneel toenemen door een verandering in gestort onderpand in contanten voor derivatencontracten. In het algemeen ontvangt het Agentschap onderpand als de rente daalt (het tegengestelde gebeurt wanneer de rente stijgt).

<sup>1</sup> De financieringsbehoefte bestaat hoofdzakelijk uit de som van de aflossingen op kapitaal- en geldmarktinstrumenten en het verwachte begrotingssaldo op kasbasis (dus niet het EMU-saldo, dat op transactiebasis is).

### **Agentschap verlaagt DTC-emissievolume voor 2017 maar handhaaft DSL-volume**

Op grond van de verbeterde prognoses heeft het Agentschap zijn raming van het emissievolume van geldmarktinstrumenten (Dutch Treasury Certificates – DTC) voor 2017 verlaagd. Deze actie past in het reguliere financieerbeleid, want geldmarktpapier wordt gezien als een buffer voor mee- en tegenvallers. Het middenpunt van de bandbreedte voor het DTC-emissievolume werd verlaagd van EUR 26,9 miljard naar EUR 24,3 miljard. In tegenstelling tot het DTC-volume, is het geraamde emissievolume van staatsleningen (Dutch State Loans – DSL) gehandhaafd op de oorspronkelijke bandbreedte van EUR 30 – 35 miljard. Wij verwachten dat het Agentschap aanstuurt op een DSL-emissievolume aan de onderkant van deze bandbreedte (EUR 31 miljard). Dit betekent dat het DTC-emissievolume opnieuw zal worden verlaagd als de totale financieringsbehoefte verder afneemt.

### **Kans op lage financieringsbehoefte voor 2018 is reëel**

De eerste raming van de financieringsbehoefte voor 2018 verschijnt naar verwachting na de publicatie van de Miljoenennota in september. Wij denken dat de drie componenten van de financieringsbehoefte (aflossingen van staatsleningen in 2018, uitstaand geldmarktpapier aan het einde van het jaar en kassaldo) bij elkaar opgeteld verder dalen. Ten eerste is het bedrag bekend dat in 2018 moet worden afgelost op staatsobligaties (EUR 40,6 miljard). Dit bedrag kan lager uitvallen als het Agentschap zijn terugkoopprogramma uitbreidt. De financieringsbehoefte voor dit jaar neemt dan weliswaar toe, maar de financieringsbehoefte neemt af voor de jaren waarin de opgekochte staatsobligaties zouden vervallen. Ten tweede heeft het Agentschap zijn officiële raming van het eind dit jaar uitstaande volume geldmarktpapier al geactualiseerd in neerwaartse richting. Zoals we in voorgaande paragrafen al hebben aangegeven, zijn de vooruitzichten vrij gunstig, zodat een eventuele verdere verbetering zich vermoedelijk vertaalt in een verdere verlaging van het DTC-volume. En ten derde is naar onze mening de van september 2016 daterende officiële raming van het kassaldo voor 2018 (dicht bij het nulpunt, klik [hier](#)) zeer behoudend. De nieuwe regering heeft wellicht meer te besteden dan haar voorgangers, maar het trage verloop van de formatie remt een stijging van de overheidsuitgaven af. Bovendien zal de hoger dan verwachte groei van de Nederlandse economie vermoedelijk zorgen voor extra belastinginkomsten. En waarschijnlijk wordt het staatsbelang in ondernemingen in 2018 verder verminderd.

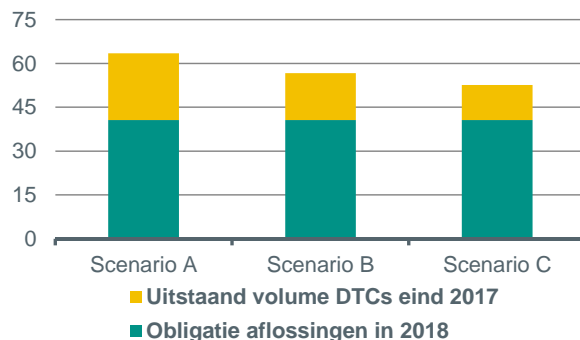
### **Drie scenario's voor financieringsbehoefte in 2018**

De onderstaande grafiek toont drie scenario's voor de financieringsbehoefte van de Nederlandse Staat in 2018. In scenario A is het per eind 2017 uitstaande saldo geldmarktpapier lager omdat de opbrengst van de verkoop van een belang van 7% in ABN AMRO hierin is verwerkt. De twee andere componenten van de financieringsbehoefte voor 2018 (aflossingen van staatsleningen in 2018 en kassaldo) zijn gelijk aan de officiële raming<sup>2</sup>. In scenario B gaan we ervan uit dat de financieringsbehoefte voor 2018 met nog eens EUR 4 miljard afneemt. Scenario C gaat uit van een nog sterkere afname met EUR 8 miljard (dit is gelijk aan de verbetering van het kassaldo in 2017). Onze raming van de bruto financieringsbehoefte voor 2018 loopt in deze scenario's uiteen van EUR 63 miljard tot EUR 53 miljard. De financieringsbehoefte voor 2018 is in scenario A iets hoger dan in de oorspronkelijke raming voor 2017 en in scenario B vrijwel gelijk aan de huidige verlaagde prognose voor 2017.

<sup>2</sup>De meeste recente officiële raming van het kassaldo voor 2018 is ongeveer nul. In onze scenario's voorzien we een hogere kasinstroom en gaan we dan ook uit van een overschot en dus een lagere financieringsbehoefte voor 2018.

**Drie scenario's voor financieringsbehoefte in 2018**

In EUR mld



Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Agentschap, Ministerie van Financiën

**Lagere financieringsbehoefte voor 2018 leidt tot een financieringsdilemma**

De gunstige vooruitzichten voor de overheidsfinanciën zijn goed nieuws voor de belastingbetaler. Voor de Nederlandse schatkist vormt het echter een uitdaging: de lagere financieringsbehoefte voor 2018 beperkt de manoeuvreerruimte. Als de benodigde financiering voor 51% (ongeveer het gemiddelde van de afgelopen zeven jaar) wordt opgehaald via de uitgifte van geldmarktpapier, dan moet de Staat tussen EUR 31 miljard en EUR 26 miljard aan obligatieleningen uitgeven. Aangezien het Agentschap al heeft aangekondigd dat het bedrag van de binnenkort te plaatsen nieuwe zevenjarige benchmarklening (DSL 2024) wordt verhoogd en dat ieder jaar een nieuwe tienjarige staatslening wordt geveild (DSL 2028), blijft er volgens ons slechts beperkte ruimte over voor andere emissies. Dit impliceert dat een aanzienlijke verlenging van het looptijdprofiel niet mogelijk is, wat in de praktijk de uitgifte van langlopende leningen beperkt. Bovendien zou de geringere financieringsbehoefte voor het Agentschap reden kunnen zijn om zijn financieringsbeleid aan te passen. Zo zou het Agentschap de omvang van de belangrijkste benchmarkleningen kunnen verlagen tot onder de huidige drempel van EUR 15 miljard om de manoeuvreerruimte te vergroten. Tot slot is het goed mogelijk dat de markt voor schatkistpapier, gezien de reeds lage uitgangspositie voor de uitgifte van geldmarktpapier in 2018, in de loop van het jaar nog verder krimpt als het kassaldo verder verbetert.

**Beperkte ruimte voor verdere uitgifte DSL's bij een per saldo negatief aanbod**

In EUR mld

| Financieringsbehoefte 2018           | 63                | 57                | 53                |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Financieringsprogramma 2018</b>   | <b>Scenario A</b> | <b>Scenario B</b> | <b>Scenario C</b> |
| Uitgifte DTCs (51%)                  | 32                | 29                | 27                |
| Uitgifte DSLs (49%)                  | 31                | 28                | 26                |
| Heropening 7j lening (DSL 2024)      | 10                | 10                | 10                |
| Veiling nieuwe 10j lening (DSL 2028) | 15                | 15                | 15                |
| Uitgifte overige obligatieleningen   | 6.1               | 2.8               | 0.8               |
| Aanbod obligatieleningen (per saldo) | -9.6              | -12.9             | -14.9             |

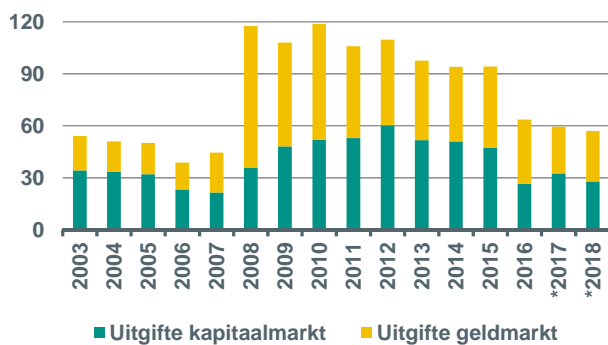
Bron: ABN AMRO Economisch Bureau, Agentschap

**Nederlandse staatsobligaties: sterk negatief aanbod en mogelijke schaarste**

De verlagingen van de Nederlandse financieringsbehoefte die we dit jaar hebben gezien, staan niet op zich: de dalende lijn is al vanaf 2008 zichtbaar (zie onderstaande grafiek). In de afgelopen twee jaar was het aanbod van obligatieleningen per saldo zelfs negatief (nieuwe leningen verminderd met aflossingen). De omvang van de Nederlandse staatsobligatiemarkt is dus afgenomen. Wij verwachten dat deze trend de komende paar jaar aanhoudt. De bovenstaande tabel laat zien dat in 2018 het aanbod per saldo waarschijnlijk met dubbele cijfers daalt, namelijk met EUR 10 miljard tot EUR 15 miljard. Een per saldo negatief aanbod van een dergelijke omvang zou veruit de sterkste krimp van de Nederlandse obligatiemarkt sinds 2000 inhouden (zie onderstaande grafiek). Een mogelijk risico is dat Nederlandse obligaties als gevolg van de geringere marktomvang minder liquide worden en dat het rendementsverschil met 10-jaars Duitse staatsobligaties oploopt. Wij denken echter dat de structurele vraag naar Nederlandse obligaties deze druk ruimschoots compenseert en houden zelfs een schaarste-opslag voor mogelijk. Al met al denken we dat de gunstige vooruitzichten voor Nederlandse obligaties tegenwicht kunnen bieden aan de mogelijke verhoging van het renteverskil tussen Nederlandse en Duitse obligaties wanneer de ECB haar programma van kwantitatieve verruiming gaat verminderen (in ons basisscenario gebeurt dit vanaf januari 2018).

**Financieringsbehoefte Nederland neemt gestaag af**

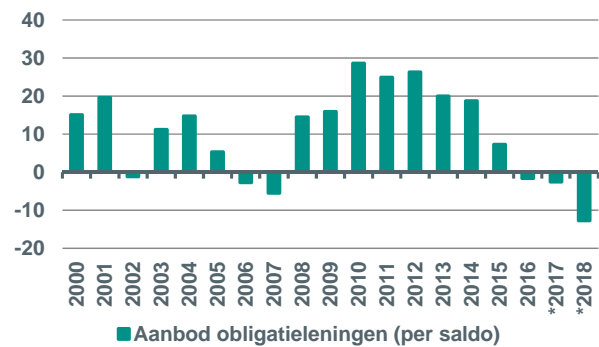
In EUR mld, \* raming



Bron: Agentschap, ABN AMRO Economisch Bureau

**Nederlandse obligatiemarkt gaat fors krimpen**

In EUR mld, \* raming



Bron: Agentschap, ABN AMRO Economisch Bureau

Lees meer over het Economisch Bureau op: <https://insights.abnamro.nl/category/economie/>

*Dit document is samengesteld door ABN AMRO. Het heeft uitsluitend als doel om financiële en algemene informatie te verstrekken over de economie en sectoren. ABN AMRO behoudt zich alle rechten voor met betrekking tot de informatie in het document en het document wordt uitsluitend aan u verstrekt voor uw informatie. Het is niet toegestaan dit document (geheel of deels) te kopiëren, distribueren, door te geven aan een derde of om het voor enig ander doel te gebruiken dan hier boven bedoeld. Dit document is informatief bedoeld en vormt geen aanbieding van effecten aan het publiek, of een uitnodiging om een aanbod te doen.*

*U mag niet om welke reden dan ook vertrouwen op de informatie, meningen, beramingen, en aannames in dit document noch dat het compleet, accuraat of juist is. Er wordt geen garantie gegeven, uitdrukkelijk of stilzwijgend, door of uit naam van ABN AMRO, haar directeuren, functionarissen, vertegenwoordigers, gelieerde partijen, groepsmaatschappijen of werknemers met betrekking tot de juistheid of volledigheid van de informatie in dit document, en geen enkele aansprakelijkheid wordt geaccepteerd voor enig verlies als direct of indirect gevolg van het gebruik van deze informatie. De opvattingen en meningen opgenomen hierin kunnen op enig moment aan verandering onderhevig zijn en ABN AMRO heeft geen enkele verplichting om de informatie in dit document na de datum hiervan te herzien.*

*Voordat u in enig product van ABN AMRO investeert, dient u zich te informeren over de verschillende financiële en andere risico's, alsmede mogelijke beperkingen voor u en uw investeringen als gevolg van toepasselijke wetgeving en regels. Indien u, na lezing van dit document, overweegt een investering te doen in een product, raadt ABN AMRO aan om een dergelijke investering met uw relatie manager of persoonlijke adviseur te bespreken om nader te bezien of het relevante product – met inachtneming van alle mogelijke risico's – past bij uw investeringen. De waarde van beleggingen kan fluctueren, in het verleden behaalde resultaten bieden geen garanties voor de toekomst. ABN AMRO behoudt zich het recht voor wijzigingen in dit materiaal aan te brengen.*

*Alle rechten voorbehouden.*