

# Budgettaire effecten van de rentestijging

In de *Macro Economische Verkenning 1990* (blz. 25) werd het niveau van de kapitaalmarktrente voor dit jaar nog geraamd op krap 7%. Thans ligt de kapitaalmarktrente, na een scherpe stijging van de rente in het najaar van 1989 en in het begin van dit jaar, in de buurt van de 9%<sup>1</sup>. Aangezien het Rijk dit jaar ongeveer f 40 miljard moet lenen (financieringstekort plus herfinanciering) leidt de rentestijging tot extra lasten van f 0,8 miljard in 1991. Dit is het directe budgettaire effect. Indirecte doorwerkingen compliceren het beeld echter aanmerkelijk. De hogere rente betekent extra inkomsten voor obligatiehouders en kan leiden tot een terugval in bepaalde bestedingscomponenten, zoals de investeringen in woningbouw. Hierdoor ontstaan langs indirecte weg positieve en negatieve belasting- en uitgavenmutaties. Hoewel in dit artikel gedragsreacties buiten beschouwing blijven, wordt toch geprobeerd een aantal van zulke indirecte doorwerkingen te analyseren. Eerst gaan wij in op de gevolgen van de rentestijging voor pensioenfondsen en levensverzekeraars, banken, bedrijven en gezinnen. Vervolgens komen de gevolgen voor de rijksfinanciën aan bod.

De analyse wordt vereenvoudigd door uitsluitend te letten op de effecten op lange termijn en uit te gaan van een rentestijging met één procentpunt. Wij nemen aan dat de hogere rente is doorwerkt in de hele voorraad staatschuld, die een gemiddelde resterende looptijd heeft van ongeveer zeven jaar. Verder gaan wij ervan uit dat het écart tussen lange en korte rente constant blijft (geen versteiling of afvlakking van de yieldcurve). Daarom wordt geen onderscheid gemaakt tussen korte en lange rente.

## Pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen

Pensioenen worden in Nederland gefinancierd door het kapitaaldekkingstelsel. Dit betekent dat voor de financiering van pensioenen een vermogen wordt opgebouwd. Dit vermogen groeit enerzijds doordat premies worden betaald en anderzijds door beleggingsinkomsten. Deze worden in de Nationale Rekeningen aangeduid als (aan gezinnen) toegerekende premies. Door pensioenuitkeringen neemt het belegde vermogen af. Per saldo moet het belegde vermogen in Nederland momenteel

groeien om aan de stijgende toekomstige pensioenverplichtingen te kunnen voldoen. Die vermogenstoename heeft zich de laatste jaren gestabiliseerd op ruim f 30 miljard per jaar. Het totale belegde vermogen van pensioenfondsen en levensverzekeraars ligt momenteel rond de f 500 miljard. Hiervan behoort f 150 miljard tot het vermogen van het ABP; de rest (f 350 miljard) is in handen van de overige pensioenfondsen en levensverzekeraars<sup>2</sup>.

Omdat het vermogen van het ABP voor 90% is belegd in vastrentende waarden, nemen door een rentestijging met één punt, de toegerekende premies van het ABP met f 1,35 miljard toe. De toegerekende premies van de overige pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen, die hun vermogen (f 350 miljard) voor 75% vastrentend hebben belegd, stijgen door zo'n rentestijging met f 2,65 miljard.

Aangenomen dat het vermogen van de pensioenfondsen en levensverzekeraars in de uitgangssituatie op peil is, kunnen de pensioenpremie met een zelfde bedrag worden verlaagd. De extra inkomsten bij het ABP komen voor ongeveer twee derde (f 0,9 miljard) ten goede aan het Rijk – dat zijn werkgeversbijdragen met een overeenkomstig bedrag kan verlagen – en leiden voor de rest (f 0,45 miljard) tot lagere premies voor de ambtenaren. Door die lagere premies stijgt de grondslag van de loon- en inkomstenbelasting met een zelfde bedrag.

Het voordeel bij de overige instellingen valt voor f 2,1 miljard toe aan de werkgevers, die ongeveer 80% van de premies voor hun rekening nemen. De resterende extra beleggingsinkomsten (f 0,55 miljard) maken het mogelijk de werknemerspremie te verlagen, wat leidt tot een overeenkomstig bredere heffingsgrondslag voor de loon- en inkomstenbelasting.

## Bedrijven

In 1987 stond tegenover een bedrag van f 310 miljard aan rentedragende passiva, een bedrag van f 85 miljard aan rentedragende activa<sup>3</sup>. Dat impliceert dat een rentestijging met één punt de bedrijven ongeveer f 2 miljard kost<sup>4</sup>. Gevoegd bij de daling van de pensioenpremie – die de bedrijven een voordeel oplevert van ruim f 2 miljard – blijft de bedrijfswinst per saldo gelijk. De op-

brengst van de vennootschapsbelasting en de winstuitkeringen aan gezinnen veranderen dus niet.

## Banken

Banken behalen hun winst vooral door de marge tussen de rente die zij moeten vergoeden op hun passiva en de rente die zij ontvangen op hun uitstaande activa, de zogeheten rentemarge. Omdat wij aannemen dat de banken in het algemeen werken met vrij vaste marges tussen betaalde en ontvangen rente, zal de winst van deze ondernemingen per saldo weinig of geen invloed van een hoger renteniveau ondergaan.

## Gezinnen

De waarde van de rentedragende activa van gezinnen (ongerekend hun pensioenaanspraken) is in totaal ongeveer 40% groter dan die van de passiva waarover de gezinnen rente moeten betalen<sup>5</sup>. Dat betekent dat een rentestijging, bij een gelijkblijvend verschil tussen debet- en creditrente, per saldo voordelig voor de gezinnen uitpakt. Volgens berekeningen van de Nederlandse Bank bedraagt het voordeel f 0,5 miljard<sup>6</sup>. De in veel gevallen fiscaal aftrekbare debetrente zal ongetwijfeld beter bij de fiscus worden opgegeven dan de creditrente. De onlangs verruimde fiscale rentevrijstelling zorgt er bovendien voor dat rente-inkomsten slechts voor een beperkt deel zijn belast. Daarom is aangenomen dat de gestegen rente slechts voor f 0,1 miljard zal doorwerken in de belastingafdrachten van de gezinnen (netto voordeel f 0,4 miljard).

Door de daling van de pensioenpremie stijgt het belastbare inkomen met f 1 miljard (0,45 (ABP) + 0,55 (overige)), waardoor de gezinnen ongeveer f 0,5 miljard extra inkomstenbelasting betalen. Zij dragen in totaal dus f 0,6 miljard extra af. Van hun bruto voordeel van f 1,5 miljard blijft dan netto f 0,9 miljard over. Voor zover die toeneming in het besteedbare inkomen zou leiden tot extra bestedingen, stijgt de opbrengst van de indirecte belastingen. Dit effect is hier buiten beschouwing gelaten.

1. Centraal Planbureau, *Halfjaarlijkse tussenrapportage over de Nederlandse economie*, Den Haag, juni 1990.

2. De Nederlandsche Bank, *Jaarverslag 1989*, statistische bijlage, tabel 2.1, Amsterdam, 1990, blz. 12.

3. De Nederlandsche Bank, *Monetaire Monografieën*, nr. 10, 1989, tabel A.9, blz. 98.

4. Ondanks de benedenwaartse afronding is dit bedrag misschien nog aan de hoge kant, omdat sinds 1987 de financiële positie van het bedrijfsleven aanzienlijk is verbeterd.

5. De Nederlandsche Bank, 1989, blz. 45.

6. De Nederlandsche Bank, 1989, blz. 47.

---

## Het Rijk

Gegeven het bovenstaande kan nu de balans voor het Rijk worden opgemaakt. Bij een staatsschuld van ruim f 300 miljard kost één punt rentestijging f 3 miljard. Daar staan echter extra belastingontvangsten en lagere pensioenpremies tegenover. Zoals bleek betalen gezinnen per saldo f 0,6 miljard meer aan loon- en inkomstenbelasting. Het voordeel van de lagere pensioenpremies bedraagt f 0,9 miljard. De totale geïnduceerde baten komen daarmee op grofweg f 1,5 miljard. Dat betekent dat de extra uitgaven door een rente-

stijging onder de huidige verhoudingen voor de helft automatisch worden gecompenseerd.

De meest cruciale vooronderstellingen zijn dat de hogere rente volledig doorwerkt in de voorraad staatsschuld en dat de pensioenfondsen en levensverzekeraars het vermogenoverschot dat door de hogere rente ontstaat volledig aan hun cliënten doorgeven in de vorm van premieverlaging. Dit impliceert dat het om een reële rentestijging moet gaan. Als de lonen mee stijgen, kunnen de pensioenpremies niet worden verlaagd.

Aangezien de (negatieve) bestedingseffecten van de rentestijging buiten beschouwing zijn gelaten, is de gegeven uitkomst aan de optimistische kant.

**B.B. Bakker**  
**C.G.M. Sterks**

De auteurs zijn verbonden aan de vakgroep Algemene Economie, Rijksuniversiteit Groningen. Met dank aan J. de Haan, L. Hoogduin, C.A. de Kam en E. Sterken voor commentaar op een eerdere versie.