



Rabobank

Griekenland aan de Noordzee?

De soliditeit van de Nederlandse overheidsfinanciën

Juli 2010

Hans Stegeman en Danijela Piljic

Kennis en Economisch Onderzoek

Inhoudsopgave

Inleiding	3
In de ban van overheidsfinanciën	3
Prelude	4
De onbetaalde rekening	4
Kredietbeoordeling	7
Het beoordelen van overheden	7
Overheden zijn landen	14
Meer dan alleen overheidsfinanciën	14
Stabiliteit van beoordeling	18
Procyclisch beoordelen	18
Conclusie	21
Griekenland aan de Noordzee?	21
Bijlage	23
Variabelen in brede index	23
Colofon	24

Kennis en Economisch Onderzoek staat ook op internet.
Het adres is www.rabobank.com/kennisbank

Afsluitdatum: 7 juli 2010

Inleiding

In de ban van overheidsfinanciën

De financiële markten zijn in de ban van de verslechterde overheidsfinanciën. De recente grote problemen in Zuid-Europese lidstaten van de Europese Unie tonen aan dat de veiligheid van de in het eurogebied uitgegeven obligaties niet langer vanzelfsprekend is. Het gevolg is dat dit hard wordt afgestraft door de financiële markten in de vorm van flink hogere rente op staatsobligaties. Obligatiebeleggers lijken zich voorlopig geen zorgen te maken over de toestand van het huishoudboekje van de Nederlandse overheid. Sterker nog, op dit moment wordt Nederland gezien als een 'safe haven', getuige de vlucht van Zuid-Europese naar Noord-Europese staatsobligaties. Ook kredietbeoordelaars zien nog geen enkele aanleiding om de triple-A status van Nederland aan te passen.

Maar blijft dit zo? Kan het uitblijven van hervormingen in de komende vier jaar het vertrouwen van de financiële markten en kredietbeoordelaars aan het wankelen brengen en leiden tot een Grieks scenario, zoals bijvoorbeeld demissionair premier Balkenende¹ en ook andere politici recent suggereerden? De overheids-schuld is sinds 2008 immers aanzienlijk opgelopen en ook het begrotingstekort is dit en volgend jaar in historisch perspectief gigantisch. En moeten we, volgens het Centraal Planbureau, niet drastisch gaan bezuinigen om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te garanderen?

Met andere woorden: leidt vier jaar niet bezuinigen tot een afwaardering van de Nederlandse triple-A status? Om die vragen te kunnen beantwoorden gaan we na hoe financiële markten en kredietbeoordelaars omgaan met het inschatten van de kansen van overheden om op lange termijn solvabel te blijven. We doen dit primair met de blik gericht op de Nederlandse situatie.² Enerzijds kijken we uitgebreid naar hoe ratings tot stand komen en de kans daarbij voor afwaardering. Anderzijds kijken we ook naar CDS-spreads en hoe zich die verhouden tot ratings.

Maar hoe je het ook wendt of keert: onze conclusie is dat de kans op Griekenland aan de Noordzee voor wat Nederland betreft wel heel erg ver weg is. Financiële markten kijken niet alleen *sec* naar het tekort van de overheid of de hoogte van de schuld. De kracht van de economie, de stabiliteit en de betrouwbaarheid van economie en instituties spelen een even grote, zo niet belangrijker rol. En als er dan toch een Griekenland aan de Noordzee moet komen: dan zijn België en het Verenigd Koninkrijk meer voor de hand liggende landen.

¹ Speech J.P. Balkenende bij het CDA-verkiezingscongres, 24 april 2010

² Voor een uitgebreide beschrijving en achtergronden bij de huidige schuldencrisis van overheden zie S. Kamalodin (2010), *The Return of Sovereign Risk in the Western World, Causes, Consequences and Prospects*, Rabobank Special 2010/2.

Prelude

De onbetaalde rekening

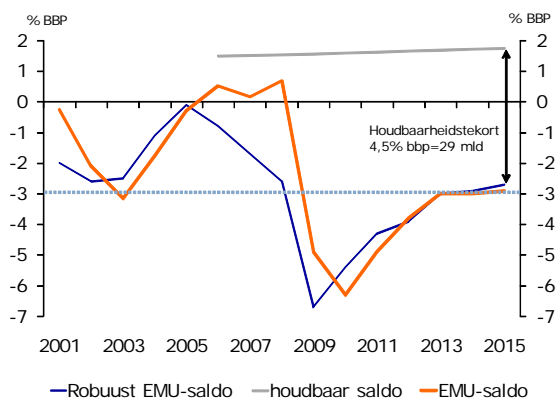
De Nederlandse overheidsfinanciën zijn, in lijn met die in andere landen, de afgelopen jaren fors verslechterd. Van een plusje op het huishoudboekje van de overheid in 2008 is dit omgeslagen in een forse min, die niet zomaar weer verandert in een plus.

'Het kabinet verwacht dat de schuld als percentage van het BBP in 2011 gedaald is tot het laagste niveau sinds de schuld cijfers worden bijgehouden (1814).' Dit schreef het kabinet Balkenende IV in september 2008 in de Miljoenennota 2009. Ook werd destijds voorzien dat het begrotingsaldo in 2011 een overschot van 1,1% BBP zou laten zien.

Hoe anders is het gelopen. De financiële crisis heeft flinke gaten geslagen in de overheidsbegroting. Het EMU-saldo is omgeslagen van een overschot van 0,3% BBP in 2008 naar een tekort van 5,3% BBP in 2009. Dit jaar loopt het tekort naar verwachting verder op tot 6,5% BBP om volgend jaar weer iets te dalen tot 4¾% BBP (figuur 1). Door de forse begrotingstekorten in combinatie met de ingrepen in de financiële sector en de daling van het BBP ('noemereffect') stijgt de overheidsschuldquote van 46% BBP in 2007 tot circa 68% BBP volgend jaar. Daar tegenover staan deels ook deelnemingen in de financiële sector. De verwachting is dat op de lange termijn die deelnemingen zullen worden verkocht, waardoor de overheidsschuld kan dalen. Het blijft echter onzeker of, wanneer en in welke mate de overheid kan incasseren.

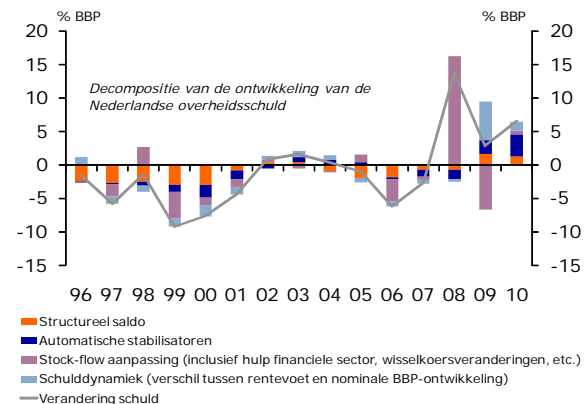
Door de naar verwachting langzaam herstellende economie zal het tekort van de Nederlandse overheid teruglopen, omdat dit tot lagere uitgaven aan werkloosheidsuitkeringen en hogere belastinginkomsten leidt (de omgekeerde werking van de automatische stabilisatoren). Maar omdat de structurele economische groei als gevolg van de financiële crisis de komende jaren hoogstwaarschijnlijk

Figuur 1: Begrotingssaldo en houdbaar saldo



Bron: CPB

Figuur 2: Onttrafeling van de verandering van de schuld

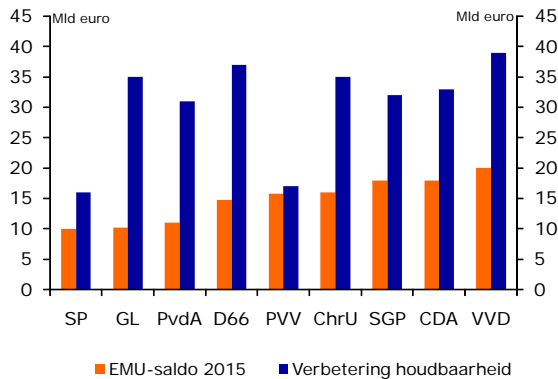


Bron: Rabobank, OECD

Prelude

lager zal zijn, zijn de financiële problemen bij de overheid niet van slechts tijdelijke aard. Bovendien leidt de hogere overheidsschuld tot hogere rentelasten en dus tot hogere uitgaven voor de overheid (figuur 2). Zonder aanpassingen in het

Figuur 3: Verbetering EMU-saldo en houdbaarheid in verkiezingsprogramma's

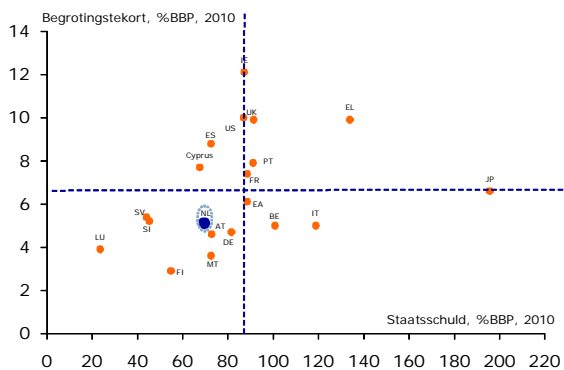


Bron: CPB

beleid zal het EMU-saldo in de komende decennia verder verslechteren, omdat ook door de vergrijzing de uitgaven aan de zorg en AOW zullen toenemen. Deze extra uitgaven kunnen alleen gedeeltelijk worden gecompenseerd door hogere belastingopbrengsten. Om onze welvaartsstaat betaalbaar te houden zonder dat de overheidsschuld op lange termijn explodeert, is in 2015 een structureel overschot van 1½% BBP nodig. Uitgaande van het geraamde feitelijke begrotingstekort van 2,9% in 2015 betekent dit volgens het CPB dat een structurele verbetering van het begrotingssaldo met 4½% BBP, ofwel €29 miljard, nodig is om de overheidsfinanciën op langere termijn houdbaar te maken (figuur 1). De plannen van bijna alle politieke partijen voorzien in deze houdbaarheidsdoelstelling

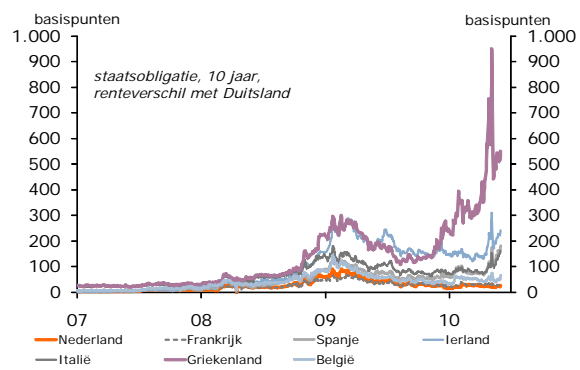
(figuur 3). De termijn waarop ze dit realiseren verschilt echter aanzienlijk. Volgens diegenen die 'recht in de leer' zijn een slecht signaal aan financiële markten: er moet snel hard ingegrepen worden om de financiële markten niet ongerust te maken. Volgens anderen loopt het de komende jaren zo'n vaart niet, en kunnen we meer tijd uittrekken voor het op orde brengen van de overheidsfinanciën. In het volgende hoofdstuk laten we ook zien dat niet alleen CPB-berekeningen iets zeggen over houdbaarheid van overheidsfinanciën. Actoren op financiële markten, zoals beleggers en kredietbeoordelaars, zullen bij de inschat

Figuur 4: EMU-saldo en –schuld van Europese landen



Bron: Europese Commissie

Figuur 5: Olopende en uiteenlopende risicopremies



Bron: Bloomberg

Prelude

ting eerder afgaan op internationale cijfers van bij voorbeeld IMF of de Europese commissie. Op basis van die cijfers is de opgave voor de Nederlandse overheid groter dan 29 mld euro. Nederland is echter bij lange na niet het enige land dat te maken heeft gehad met oplopende schuld en een groot tekort (figuur 4). In 2010 voldoen nog maar weinig landen in de Europese Unie aan de Maastricht-criteria van een tekort van maximaal 3% en een overheidsschuld van ten hoogste 60%. Zo is een aantal landen, met Griekenland voorop, recentelijk in de problemen gekomen vanwege de druk van financiële markten. Deels heeft dit geleid tot afwaarderingen of een 'negative outlook', en in zoverre het Zuid-Europa betreft tot sterk oplopende risico-opslagen ten opzichte van de Duitse 10-jaars staatsobligaties (figuur 5).

Voor Nederland geldt dat niet. Sterker nog, de rente die de Nederlandse overheid betaalt voor leningen is de laatste tijd alleen maar gedaald. Maar kan de Zuid-Europese paniek overslaan naar Nederland? Immers, zo rooskleurig staan de Nederlandse overheidsfinanciën er ook niet voor. Om die vraag te beantwoorden gaan we na hoe financiële markten de solvabiliteit van overheden analyseren.

Kredietbeoordeling

Het beoordelen van overheden

Grofweg kan men stellen dat markten op twee manieren in paniek kunnen raken: als kredietbeoordelaars (rating agencies) de solvabiliteit van een land afwaarderen, of als de rentebetalingen van overheden oplopen en blijven oplopen door een gebrek aan vertrouwen. Vaak houden deze twee zaken natuurlijk verband met elkaar: het afwaarderen van de kredietwaardigheid van een land gaat in bijna alle gevallen samen met een prijsreactie op de financiële markten. Maar waar kijken kredietbeoordelaars nu precies naar?

Het vertrouwen van de financiële markten in een overheid staat of valt met de verwachting of zij op termijn aan haar verplichtingen kan voldoen. Recente ontwikkelingen laten zien dat twijfel, om wat voor reden dan ook, over de betrouwbaarheid voor flinke onrust kan zorgen op de kapitaalmarkten met als gevolg dat de financiering van de overheidsschuld in gevaar komt. De overheidsschuld en het begrotingssaldo zijn belangrijke indicatoren die de geloofwaardigheid van een land als debiteur bepalen, maar ze zijn niet de enige indicatoren. Dat wordt al jaren geïllustreerd door Japan waar de overheidsschuld ondertussen ruim boven 200% BBP geklommen is, terwijl Griekenland bij een overheidsschuld van ruim 100% BBP geen krediet van de markten krijgt. Uiteindelijk is een mix van factoren belangrijk voor de beoordeling van de kredietwaardigheid van een land. Zo geeft Standard & Poor's (S&P), een van de grote drie kredietbeoordelaars, aan nadrukkelijk te kijken naar drie criteria:

- Wordt de (toekomstige) bruto financieringsbehoefte zo groot dat een land zich niet meer kan financieren (*schuldfinancierbaarheid*)?
- Wordt de schuld als percentage van het BBP zo hoog (nu of op termijn) dat het land deze niet meer kan betalen (*schuldbetaalbaarheid*)?
- Slaagt het land er in om nu of in de nabije toekomst een overschot op het primaire saldo (saldo exclusief rentebetalingen) te generen zodat de schuld als percentage van het BBP in ieder geval stabiliseert, of zelfs naar een houdbaar niveau wordt gebracht (*houdbaarheid van de schuld*)?

Schuldfinancierbaarheid

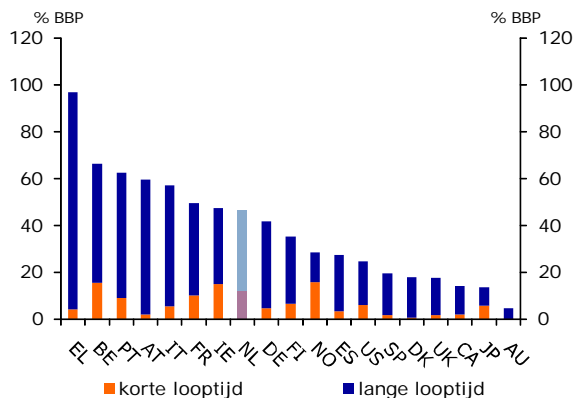
Om de eerste vraag, met betrekking tot financierbaarheid van de schuld te beantwoorden, wordt gekeken naar de ontwikkeling van de bruto schuld, meestal als quote van het BBP. Om de financiering van de schuld goed te kunnen beoordelen is niet alleen de hoogte van het tekort en de schuld van belang. Ook de mate waarin de overheid de schuld uit haar inkomsten kan financieren is belangrijk. Dat is makkelijker als de (belasting-) inkomsten als aandeel van het BBP hoger zijn: tegenover een schuld staat dan (als percentage van het BBP) een

Kredietbeoordeling

relatief grote inkomensstroom. Ook het aandeel van de rentebetalingen in de totale overheidsuitgaven geeft bij benadering aan in hoeverre de overheidsschuld op de begroting drukt.

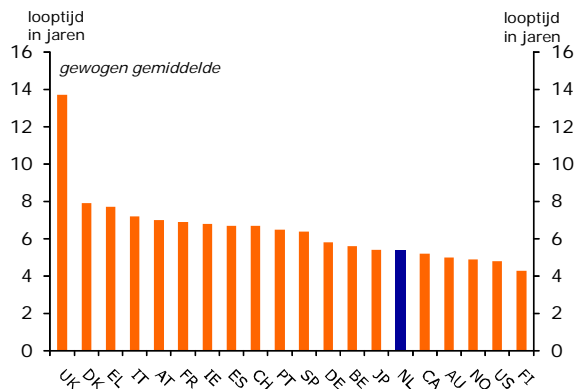
Naast de bovengenoemde indicatoren hangt de schuldfinancierbaarheid ook deels samen met de mate waarin de schuld binnenslands of extern wordt gefinancierd. Waar in Nederland de buitenlandse schuld circa de helft van het BBP bedraagt, wordt de de Griekse overheidsschuld vrijwel alleen door buitenlandse investeerders gefinancierd (figuur 6). Dit maakt de begrotingsdiscipline des te belangrijker omdat bij twijfel aan de terugbetalingscapaciteit het lastiger en duurder wordt voor de overheid om kapitaal op te halen op de internationale financiële markten. In de laatste plaats wordt de financierbaarheid beïnvloed door het liquiditeitsrisico: het risico dat een overheid over onvoldoende middelen beschikt om aan de directe verplichtingen te voldoen. In praktijk hangt dit risico sterk samen met zowel de solvabiliteit van de overheid als ook het deel van de schuld dat hergefinancierd moet worden en de gemiddelde looptijd van de schuld. De gewogen gemiddelde looptijd van de Nederlandse overheidsschuld bedraagt op dit moment circa zeven jaar, tegenover de opvallend hoge gemiddelde looptijd van Britse staatschuld met bijna 14 jaar (figuur 7). In de meeste Europese landen ligt de gemiddelde looptijd tussen de vijf en negen jaar. Bijna een derde van de totale Nederlandse overheidsschuld wordt inmiddels kort gefinancierd. Dit jaar wordt zelfs meer dan de helft van de verwachte financieringsbehoefte op de geldmarkt gefinancierd. Dat is fors meer dan de gemiddeld 10% die in het verleden gebruikelijk was. Een belangrijke reden hiervoor is de forse rentedaling op Nederlands overheidspapier, die vooral te maken heeft met het gebrek aan vertrouwen door financiële markten in andere Europese overheden. Ter illustratie: de gemiddelde rente op Nederlands schatkistpapier bedroeg vorig jaar nog maar 0,74% om in de eerste helft van dit jaar verder te dalen tot

Figuur 6: Overheidsschuld in buitenlandse handen



Bron: OECD, IMF, World Bank, EIU, Rabobank

Figuur 7: Looptijd van de staatsobligaties, 2009



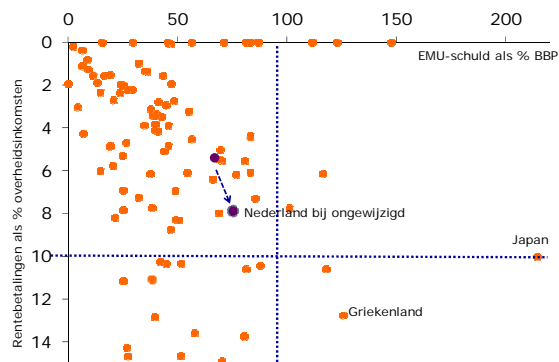
Bron: The Economist

Kredietbeoordeling

slechts 0,33%. Voor tienjarige overheidsobligatie is het rendement in de eerste maanden van dit jaar teruggelopen tot gemiddeld 3,3%. Afgezien van de lage

financieringskosten, functioneert de geldmarkt door het flexibele karakter als buffer voor het opvangen of het verwerken van mee- en tegenvallers in de overheidsbegroting. Daar staat tegenover dat de rentegevoeligheid toeneemt en de herfinanciering in gevaar kan komen als het vertrouwen plotseling verdwijnt. Bovendien kan het voor de Nederlandse overheid financieel aantrekkelijk zijn om nu richting lange termijn financiering te verschuiven om het voordeel van de huidige lage langetermijnrente in te 'locken'. Immers, de verwachting is dat de langetermijnrentes zullen toenemen, naarmate het economisch herstel wereldwijd doorzet.

Figuur 8: Moody's box



Bron: ReutersEcowin, Rabobank

Schuldbetaalbaarheid

De mate waarin een land zich een schuld kan veroorloven hangt natuurlijk sterk samen met de mate waarin een land kan voldoen aan zijn financiële verplichtingen. Zoals Moody's ook aangeeft is de belangrijkste indicator hiervoor de (netto) rentebetalingen op overheidsschuld als percentage van de ontvangsten of het BBP. Een percentage hoger dan 10% wordt daarbij als te hoog gezien. Daarbij geldt echter wel de disclaimer dat hoe makkelijker het is voor een overheid om inkomsten te verhogen (of uitgaven te verlagen) hoe minder erg dat is. Dat wordt bekeken op basis van het verleden.

Dit wordt in figuur 8 weergegeven. De (belasting-) inkomsten van de Nederlandse overheid zijn met circa 38% BBP relatief hoog, waardoor het aandeel van rentebetalingen in de totale (belasting-) inkomsten met circa 6% vrij laag is. Zelfs wanneer de overheidsschuld in 2015, bij ongewijzigd beleid, op 74% BBP uitkomt, betekent dit dat het aandeel van de rentebetalingen in de totale (belasting-) inkomsten met iets meer dan 2%-punt toeneemt tot circa 8%. Alleen een drastisch hoger rendement op Nederlandse staatsobligaties over een langere periode en/of een fors hogere staatsschuld zou leiden tot een forse stijging van de rente-uitgaven vergelijkbaar met die van Griekenland (12,8%). Voor problemen met schuldbetaalbaarheid hoeft de Nederlandse overheid dus voorlopig niet te vrezen.

Kredietbeoordeling

Houdbaarheid van de schuld

Hoewel de financiering en de betaalbaarheid van de Nederlandse overheids-schuld geen gevaar lopen, wil dat echter niet zeggen dat Nederland onbeperkt zijn schulden kan laten stijgen en doorschuiven naar de toekomst. Want naarmate de schuld verder toeneemt, wordt de kans groter dat het vertrouwen omslaat en de overheid alsnog in problemen komt. Het IMF schat dat het handhaven van de huidige hoge schuld niveaus de potentiële economische groei in de geïndustrialiseerde landen zelfs 0,5%-punt per jaar lager kan uitvallen vergeleken met de pre-crisis groeiprestaties.³ Linksom of rechtsom moeten de forse begrotingstekorten worden verminderd om te voorkomen dat de schuldpositie gaat exploderen. De kredietbeoordelaar Moody's zegt in zijn laatste beoordeling van Nederland daarover: "...Given the Netherlands' solid public finances, only a substantial change in fiscal policy towards large deficit spending and high public debt generation over an extended period of time would be likely to weaken the government's top ratings."⁴ De houdbaarheid van de overheidsfinanciën speelt dan ook een belangrijke rol bij de beoordeling van de kredietwaardigheid van een overheid.

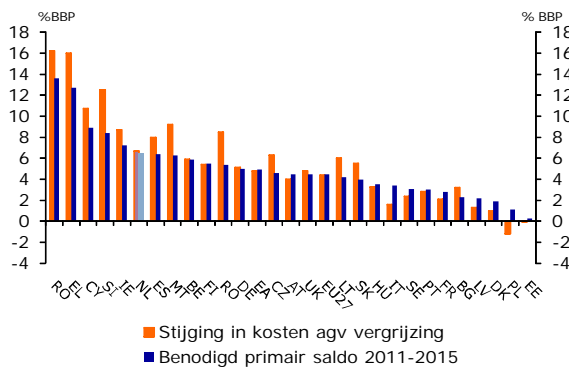
De Europese Commissie rekent in haar sustainability rapport⁵ uit wat het structurele primaire saldo (ofwel het overheidssaldo exclusief rentebetalingen) dat nodig is om aan de uitgaven op langere termijn (2060) te voldoen (rekening houdend met extra kosten voor vergrijzing) met een schuld die dan uitkomt op 60% BBP. Dit is de zogenaamde *Required Primary Balance* (RPB). Op basis van

³ IMF (2010), *Strategies in fiscal consolidation in the post-crisis World*, Fiscal Affairs Department

⁴ Moody's (2010), *Credit opinion Government the Netherlands*, www.moody's.com

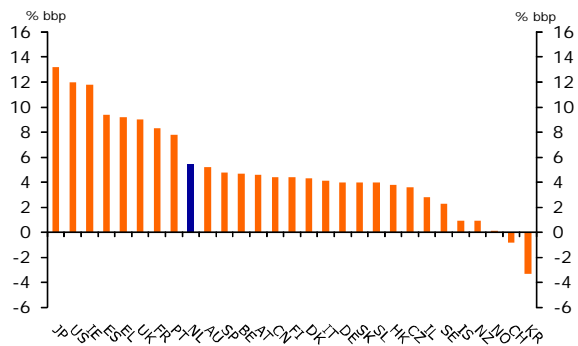
⁵ European Commission (2009), *Sustainability Report 2009*.

Figuur 9: Benodigd primair saldo volgens EC



Bron: Europese Commissie, 2010

Figuur 10: Benodigd primair saldo volgen IMF



Bron: IMF, 2010

Kredietbeoordeling

dit kental moet Nederland een overschot hebben van bijna 7% BBP (figuur 9), aanzienlijk meer dan veel andere landen en ook meer dan het gemiddelde van de EU27. Het IMF rekent in zijn Fiscal Monitor uit hoe hoog de RPB moet zijn om in 2030 uit te komen op een overheidsschuld van 60% BBP in 2030.⁶ Deze indicator is verschillend met die van de Europese Commissie, omdat het IMF (1) werkt met data van 2010 en (2) een beperktere tijdshorizon heeft, waardoor niet alle gevolgen van vergrijzing worden meegenomen. Voor Nederland leidt deze berekening ertoe dat een verbetering van het structurele saldo van 5,5% BBP nodig is tussen nu en 2020. Ook op basis van deze indicator is het met de houdbaarheid van de Nederlandse overheidsfinanciën dus niet zo goed gesteld. Zoals al in het vorige hoofdstuk aangegeven, komt het Centraal Planbureau uit op een kleiner tekort van 4½% BBP.⁷ Dit vertaalt zich in de structurele begrotingsopgave van €29 miljard die een prominente rol speelt in de Nederlandse beleidsdiscussie.

Alhoewel de Europese Commissie en het Centraal Planbureau ongeveer dezelfde methodiek gebruiken (verschillen met IMF zijn met name qua tijdshorizon groter), is het verschil (7% BBP vs. 4½% BBP) aanzienlijk, namelijk €15 miljard. Een van de verklaringen hiervoor is dat berekeningen van het Centraal Planbureau betrekking hebben op de situatie in 2015, waarin (door de werking van automatische stabilisatoren) al een deel van het structurele begrotingstekort weer goedgemaakt wordt. De Europese Commissie gaat uit van de situatie in 2009. Daarnaast gaat de commissie uit van een iets andere demografische ontwikkeling en houdt zij geen rekening met de gevolgen van het reeds ingezette beleid.

Hoe groot het houdbaarheidstekort ook exact is, maakt eigenlijk niet zoveel uit. Feit is dat Nederland relatief slecht scoort op houdbaarheid in vergelijking met de ons omringende landen. Dit komt niet zozeer doordat de demografische ontwikkeling zoveel uit de pas loopt met andere landen, het is vooral het gevolg van de relatief ruime sociale zekerheid en vooral zorgarrangementen die zorgen voor de sterke toename van de kosten van vergrijzing. Hoe eerder maatregelen worden genomen om deze regelingen te versoberen des te groter het effect is op de houdbaarheid omdat dan de overheidsschuld kan dalen en de rentelasten beperkt kunnen blijven.⁸ Dit betekent echter niet dat de begrotingsopgave in één kabinetsperiode moet worden gerealiseerd. Door op korte termijn substantieel te

⁶ IMF, Fiscal Monitor 2010, *Navigating the fiscal challenges ahead*, IMF, Washington.

⁷ Centraal Planbureau (2010), *Vergrijzing verdeeld, Toekomst van de Nederlandse overheidsfinanciën*, CPB Bijzondere publicatie No 86, Den Haag.

⁸ Dit betekent niet dat de overheidsschuld op termijn naar nul moet tenderen of dat de begroting in evenwicht moet zijn. De overheid kan haar schuld financieren met een overschot op de primaire begroting waaruit rentelasten worden betaald.

Kredietbeoordeling

bezuinigen bestaat het gevaar dat het toch al fragiele herstel in de kiem wordt gesmoord. Tegen de achtergrond van een sombere arbeidsmarktsituatie, de preciaire situatie op de huizenmarkt en verscherpte kredietvoorwaarden kunnen forse ingrepen in de koopkracht van huishoudens en het bedrijfsleven leiden tot uitstel van consumentenbestedingen en investeringen.

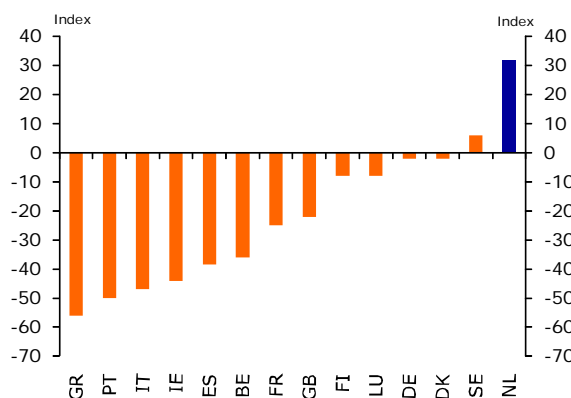
Daarnaast blijkt uit het recent verschenen onderzoek van Van den Noord dat de begrotingsruimte in verhouding tot de eerder genomen stimuleringsmaatregelen in Nederland meer dan voldoende is (figuur 11).⁹ Minder bezuinigen op korte termijn kan echter alleen wanneer in de nieuwe kabinetsperiode wel geloofwaardige wetgeving wordt gemaakt voor structurele hervormingen die ook na de komende kabinetsperiode voor voldoende opbrengsten voor de schatkist zorgen. In het verlengde hiervan geeft Standard & Poors in zijn recente beoordeling aan dat: *"In the long term, the further structural reforms to raise productivity would enhance the country's growth potential and ensure sustainability of public finances in the face of an ageing population, thereby underpinning The Netherlands credit standing."*¹⁰

Het uitblijven van (plannen voor) structurele hervormingen kan voor kredietbeoordelaars de voornaamste reden zijn om te twijfelen aan de solvabiliteit van de Nederlandse overheidsfinanciën met een mogelijke afwaardering tot gevolg. Zo ver zal het hoogstwaarschijnlijk niet komen. Want uit de berekeningen van het

⁹ P. van den Noord (2010), *Turning the page? EU fiscal consolidation in the wake of the crisis*, DG ECFIN European Commission, Brussel

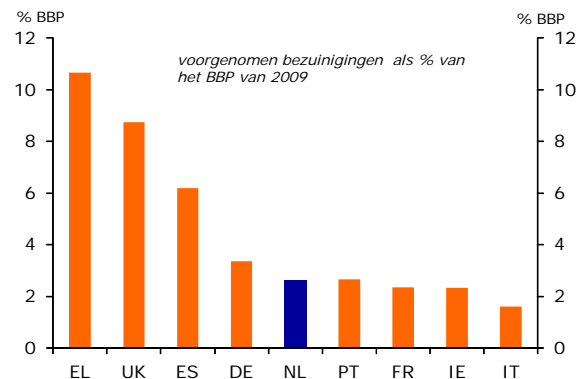
¹⁰ Standard & Poor's, *Netherlands (State of The)*, RatingsDirect on the Global Credit Portal, 21 januari 2010

Figuur 11: Hoe groot is de begrotingsruimte?



Bron: Europese Commissie

Figuur 12: Bezuinigingsplannen in Europees perspectief



Bron: Diverse bronnen

Kredietbeoordeling

Centraal Planbureau blijkt dat alle politieke partijen, van links tot rechts, (meer dan) voldoen aan de opgave om in de komende kabinetsperiode de plannen klaar te hebben om structureel meer dan €29 miljard minder uit te geven (figuur 1 voorgaand hoofdstuk). Ook in Europees perspectief is het Nederlandse bezuinigingspakket¹¹ een van de meer ambitieuze (figuur 12), als je, in vergelijking met Griekenland, VK en Spanje de beperkte omvang van het Nederlandse tekort meeneemt. Risico is echter wel dat als een land als Duitsland, dat een kleinere opgave heeft als het gaat om het primair saldo, nog meer gaat bezuinigen dan de Nederlandse plannen. Als financiële markten dit als een nieuw ijkpunt gaan zien, kan het voor Nederland ook betekenen dat sneller meer bezuinigd moet worden. Echter, tot nu toe geldt dat het voor de meeste landen alleen plannen zijn, die nog wachten op uitvoering. De realisatie blijkt in alle landen vaak weerbarstiger, als het mes van de financiële markten niet op de keel staat. En dat is meteen ook de verklaring waarom Griekenland er al wel in geslaagd is om het bergrotingstekort te halveren.

¹¹ Voor het (nog niet bestaande) Nederlandse bezuinigingspakket zijn we uitgegaan van het gemiddelde van de voorstellen van politieke partijen, ofwel 15 mld euro.

Overheden zijn landen

Meer dan alleen overheidsfinanciën

Naast de in het vorige hoofdstuk beschreven (budgettaire) criteria, spelen onder andere ook de economische en politieke stabiliteit, de economische structuur, de netto vermogenspositie, de verdien capaciteit van een land en de institutionele ontwikkelingen een belangrijke rol bij de kredietbeoordeling. Immers, de kredietwaardigheid van de overheid hangt natuurlijk sterk af van de kredietwaardigheid van haar inwoners, de stabiliteit van de economie en de

Samengestelde indicatoren

De indicatoren waar we in het vorige hoofdstuk naar gekeken hebben vertellen slechts een deel van het verhaal over de solvabiliteit van overheden. Minstens zo belangrijk zijn andere kenmerken van een land. Om een zo objectief mogelijke vergelijking te maken van de 'kracht' van landen worden samengestelde indicatoren gebruikt. Dit is niets anders dan veel variabelen bij elkaar zoeken die iets zeggen over de kenmerken die van belang zijn voor de solvabiliteit van een land. Het is echter niet eenduidig welke variabelen allemaal moeten worden meegevoerd, hoe ze moeten worden gewogen, in welke mate verschillende variabelen met elkaar mogen correleren, et cetera. De meest gebruikte aanpak is dat een aantal variabelen (variërend van 5 tot enkele tientallen) worden gebruikt, per variabele op een of andere manier de afwijking van het gemiddelde wordt berekend¹² en vervolgens alle scores bij elkaar worden opgeteld. Landen met de hoogste of laagste score (afhankelijk van hoe de indicator is gedefinieerd) kennen dan relatief het hoogste risico. Dit is dus met nadruk een *relatieve* indicator. Op het moment dat het risico voor alle landen evenveel toeneemt, blijven de onderlinge posities hetzelfde.

Een andere methode die vaak gebruikt wordt is het simpelweg 'ranken' van landen op basis van enkele indicatoren. Per definitie een relatieve index, waarbij het verschil in kredietwaardigheid niet meer zichtbaar is (door het ordinaal in plaats van cardinaal meten).

Indicator Europese Commissie

De Europese Commissie heeft samengestelde indicatoren berekend voor de landen van de eurozone.¹³ Drie indicatoren worden onderscheiden: begrotingsrisico, macro-financieel risico en korte termijn starheid in de begrotingsaanpassing. Deze laatste is verder wat minder interessant (en Nederland scoort er ook relatief goed op) daarom laten we hem nu verder buiten beschouwing. Op basis van

¹² In de meeste gevallen gebeurt dit met de z-score. Deze wordt berekend als: $(x - \bar{x}) / \sigma$. In sommige gevallen, zoals in figuur 13, wordt de z-score genormaliseerd door $(z_i - z_{max}) / (z_{max} - z_{min})$, waardoor alle scores op een schaal van 0 tot 1 kunnen worden weergegeven

¹³ Zie European Commission (2010), *Public finances in EMU*, DG Economic and Financial Affairs, 4/2010.

Overheden zijn landen

de begrotingsrisico index¹⁴ is het begrotingsrisico iets lager dan het Europese gemiddelde (zie figuur 13). Dat komt enigszins overeen met de analyse in het vorige hoofdstuk. De index voor het macro-financieel risico¹⁵ geeft een aanzienlijk gunstiger blik op de risico's voor de Nederlandse overheidsfinanciën. Alleen Duitsland, Finland en Zweden en Tjechië scoren beter. De conclusie die de Europese Commissie uit deze analyse trekt is dat landen die hoog scoren op begrotingsrisico snel en actief maatregelen moeten nemen, dat landen die hoog scoren op macro-financieel risico voor niet hun concurrentiepositie moeten aanpakken, dus bijvoorbeeld geen belastingverhoging.

Conclusies die hier voor Nederland uit te trekken zijn: ten eerste een 'gemiddelde' snelheid om de begroting op orde te krijgen en ten tweede dat Nederland meer dan gemiddeld ruimte heeft om de begroting niet alleen via uitgavenverlaging maar ook via lastenverzwaring op orde te brengen.

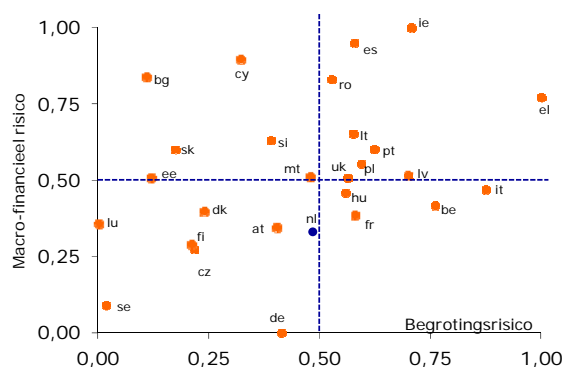
Een zo breed mogelijke solvabiliteitsindicator

De indicator van de EC geeft een beeld van de verschillen in risico's tussen landen in de eurozone. Echter, om een goede vergelijking te maken met het werk van kredietbeoordelaars (hoe komen ze tot verschillende kredietbeoordelingen) is het beter om zo veel mogelijk landen mee te nemen. Als je dat doet, moet ook meteen een groter aantal indicatoren worden meegenomen: het risico bij de overheidsfinanciën in opkomende economieën is in belangrijker mate institutioneel. Het gaat dan eigenlijk meer om een indicator voor landenrisico in plaats

¹⁴ Met de variabelen schuld/BBP, impliciete rentevoet op overheidsschuld, benodigde herfinanciering, en tekort primair saldo.

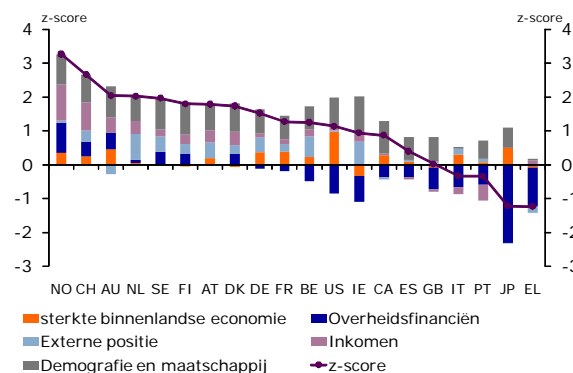
¹⁵ Met daarin het saldo lopende rekening als % BBP, een private sector schuldindicator, looptijd van externe schuld als % BBP, mondiale concurrentie-index en BBP per hoofd.

Figuur 13: Samengestelde indexen EC



Bron: Europese Commissie

Figuur 14: Brede index voor de veiligheid van overheidspapier



Bron: ReutersEcowin, Rabobank

Overheden zijn landen

van alleen overheidsfinanciën omdat het risico van de totale economie groter is dan het risico van (ontsporende) overheidsfinanciën. De indicator die wij hebben

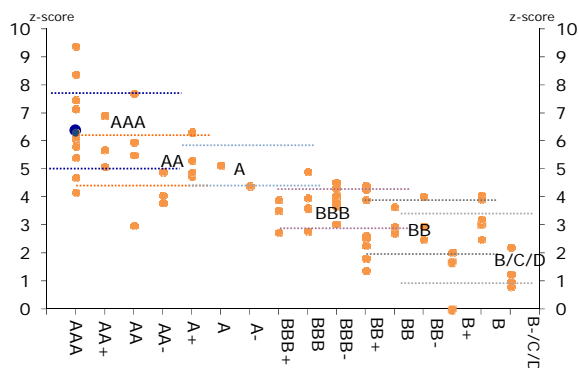
geconstrueerd valt uiteen in vijf hoofdgroepen: de binnenlandse economie, overheidsfinanciën, positie ten opzichte van het buitenland, inkomen en demografische en sociaal-politieke kenmerken. Per hoofdgroep worden drie tot acht variabelen meegenomen (zie bijlage A). Per variabele wordt de z-score bepaald, waarbij alle landen waarop kredietbeoordelaar Fitch een rating heeft afgegeven, worden meegenomen. Een hogere z-score betekent hier een hogere kredietwaardigheid van overheden.

In figuur 14 zijn deze scores voor een grote groep landen weergegeven, waarbij tevens de bijdrage van de verschillende hoofdgroepen is weergegeven. Nederland scoort op basis van deze indicator een derde plek, na Noorwegen

en Zwitserland.¹⁶ Dat heeft Nederland niet uitsluitend aan de overheidsfinanciën te danken, maar vooral ook aan de hierboven beschreven andere hoofdgroepen en dan met name de externe positie. Een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans draagt in sterke mate bij aan de soliditeit van economie.

Om na te gaan of deze indicator enigszins de inschatting van kredietbeoordelaars weerspiegelt, zijn de z-scores van alle landen afgezet tegen de waardering gegeven door Fitch (figuur 15). De lijnen geven de ruimte van twee standaarddeviaties rondom de gemiddelde z-score per ratingcategorie weer. Dit geeft de 'ruimte' per ratingcategorie weer. Bevindt een land zich qua z-score binnen deze ruimte, dan hoeft het nog niet zo heel bang te zijn te worden afgewaardeerd. Wat opvalt is dat er (gelukkig) een vrij sterk verband is tussen de waardering van Fitch en de z-score.¹⁷ Vanzelfsprekend verschillen triple-A landen het meest in hun score. Vanzelfsprekend, omdat er geen bovengrens is bij AAA. Nederland scoort op basis van deze indicator veilig in AAA-gebied. Wat ook opvalt is dat enkele landen (VK, VS) lager scores dan verschillende landen met een lagere kredietbeoordeling dan AAA. Blijkbaar wegen rating agencies toch ook nog andere zaken dan die wij hebben meegenomen in deze indicator. Wellicht het meest opmerkelijke is dat enkele landen (Verenigd Koninkrijk, Verenigde Staten) lager scores dan verschillende landen met een lagere krediet-

Figuur 15: Brede index en ratings vergeleken



Bron: Fitch, Rabobank

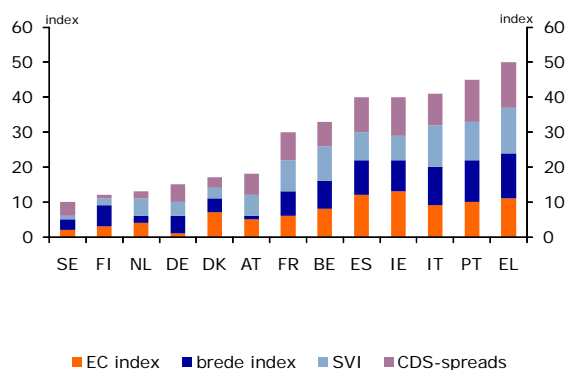
¹⁶ Luxemburg en Singapore scoren ook beter, maar zijn hier in verband met overzichtelijkheid weggelaten.

¹⁷ Wanneer aangenomen wordt dat de verschillen tussen de kredietwaarderingen lineair zijn (en deze vervolgens worden genummerd) is de correlatie 86%.

Overheden zijn landen

beoordeling. Dit hangt mogelijk samen met de forse reputatiekosten waardoor het niet aflossen van de overheidsschuld niet tot de opties behoort. Een bijko-

Figuur 16: Meta-index met bijdragen indices



Bron: Rabobank

mend voordeel voor de Verenigde Staten is de dollar die als reservemunt het land in staat stelt om hun overheidsschuld gemakkelijker te (her)financieren. Een tweede check of deze indicator enigszins de houding van financiële markten weergeeft, is het verband met Credit Default Swaps spreads (CDS-spreads) na te gaan. CDS-spreads hebben een waardevolle rol als barometer voor de stemming rond de kredietwaardigheid van een land. Regelmatig is er vlak voordat er nieuws over de kredietwaardigheid naar buiten komt, al een stijging van de CDS spreads te zien. Hull *et al.* tonen in hun onderzoek aan dat in geval van *reviews for downgrade* en *negative outlook* een signifi-

cante toename van de CDS spread waarneembaar is in de 30 dagen voorafgaand aan *negative rating events*.¹⁸ In april liep de 10 jaars CDS spread voor Griekenland op met 340 basispunten tot ruim boven 600 basispunten voordat de Griekse overheidsobligaties eind april door Standard & Poor's werden afgewaardeerd tot *junk bonds*. Op basis van 14 landen is de correlatie tussen CDS spreads met de hier gepresenteerde brede index rond de 0,97.

Een meta indicator

Om nog een stapje verder te gaan kunnen verschillende indicatoren die allen hetzelfde weer willen geven (namelijk het risico op staatsschulden) tot één indicator worden omgevormd. Dit moet dan ongeveer het gemiddelde inschatting van de markt weergeven. We doen dit met de hiervoor al weergegeven EC-indicator, brede index, de SVI-indicator van Rabobank¹⁹ en CDS-spreads.²⁰ In figuur 16 is deze index weergegeven. Op basis hiervan scoort Nederland een derde plek, net voor Duitsland en achter Zweden en Finland. Griekenland staat op de laatste plek, voor Portugal, Italië, Ierland en Spanje.

Al met al lijkt dit een redelijk objectieve afspiegeling van de risico's. En op basis daarvan blijft de conclusie: het risico voor Nederland om afgewaardeerd te worden is de komende tijd minimaal.

¹⁸ J. Hull et al. (2004), *The relationship between credit default swap spreads, bond yields and credit rating announcements*, University of Toronto

¹⁹ zie S. Kamalodin (2010), *The Return of Sovereign Risk in the Western World, Causes consequences and Prospects*, Rabobank Special 2010/3.

²⁰ De berekening is gemaakt voor 13 landen waarvoor alle gegevens beschikbaar waren. Per index is de rangorde bepaald en deze zijn bij elkaar opgeteld. De correlatie tussen de indicatoren ligt tussen de 0,5 en 0,97.

Stabiliteit van beoordeling

Procyclisch beoordelen

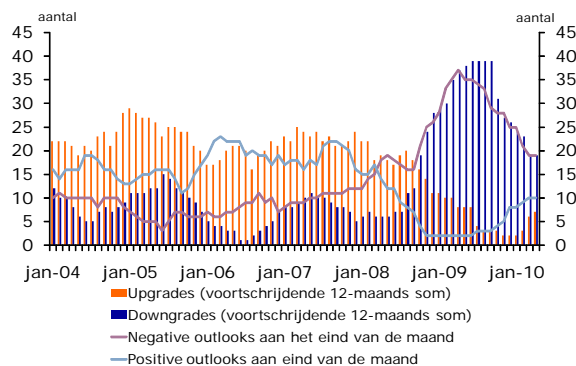
Op dit moment wordt kredietbeoordelaars verweten procyclisch hun kredietbeoordeling aan te passen. Voor een deel is dit waar. Maar voor een ander deel, en voornamelijk daar waar het gaat om de landen met de hoogste, triple-A kredietbeoordeling, geldt dat in veel mindere mate. Ook blijkt het risicoprofiel, met wat eenvoudige variabelen, op langere termijn van verschillende landen vrij stabiel.

Procycliteit van beoordelingen

In figuur 17 zijn de op- en afwaarderingen van Standard & Poor's, weergegeven. Niet geheel verassend blijkt uit deze figuur dat sinds het eind van 2008 het aantal afwaarderingen sterk de overhand kreeg. De vraag daarbij blijft natuurlijk of dat ingegeven is door onderliggende factoren, een correctie is van te positieve beoordelingen in het recente verleden of een reactie is op veranderingen in de markt. Hoe dan ook, en wat de oorzaak is geweest, feit is dat afwaarderingen van de solvabiliteit van een land zelfstandig ook een invloed heeft op de risicopslag en het sentiment. Wanneer wordt gekeken naar landen die getroffen zijn door de afwaarderingen dan blijkt (1) dat vaak eenzelfde landen meerdere 'notches' werden afgewaardeerd, en dat (2) het vooral om landen ging die niet behoorden tot de categorie AAA-landen (zie figuur 18 voor enkele voorbeelden). Dit laatste met uitzondering van Spanje, Ierland en het Verenigd Koninkrijk.²¹ Opvallend is dat landen die hun AAA-status kwijt zijn geraakt vooral landen zijn geweest die in het recente verleden pas de hoogste kredietwaardering hebben gekregen, zoals Ierland en Spanje. Dit duidt er toch op dat de kredietbeoordelaars wellicht te positief zijn geweest over deze landen. Dit spoort ook met onze analyse in het vorige hoofdstuk: de meeste landen dit AAA zijn beoordeeld, zijn behoorlijk AAA. Landen die op het randje zitten, zijn onder andere Frankrijk en Canada.

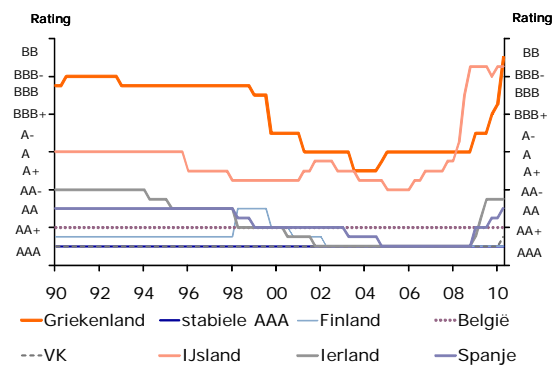
²¹ Verenigd Koninkrijk is nog wel AAA gewaardeerd, maar met een negatieve outlook. De recente bezuinigingsplannen kunnen dit echter ook snel weer teniet doen.

Figuur 17: Op- en afwaarderingen van landen



Bron: S&P

Figuur 18: Op- en afwaarderingen enkele specifieke landen



Bron: S&P

Stabiliteit van beoordeling

Een lange termijn perspectief

Dat kredietbeoordelaars te positief zijn, hoeft natuurlijk niet het geval te zijn. Er kan ook sprake zijn van structurele verschuivingen in de kredietwaardigheid van landen over de tijd. Helaas lukt het niet om alle variabelen, zoals gebruikt in het vorige hoofdstuk, over een langere periode consistent te verzamelen. Daarom nemen we de toevlucht tot een iets simpelere methodiek.

Boonstra en Dinkhuizen hebben in 1991 een eenvoudige indicator geconstrueerd om verschillende landen met elkaar te vergelijken.²² Ze gebruikten daarbij het gemiddelde overheidstekort en de overheidsschuld als percentage van de uitgaven om de stand van de overheidsfinanciën weer te geven. Tevens geven lange termijnfactoren, zoals de nationale spaarquote en de inflatievoet, aan hoe op nationaal niveau het beslag van het overheidstekort en de overheidsschuld op de economie kan worden opgevangen. Het aandeel van de rentebetalingen in de totale overheidsuitgaven geeft bij benadering aan in hoeverre de overheidsschuld op de begroting drukt. Op basis van deze indicatoren is in de onderstaande twee tabellen een aantal Europese landen gerangschikt van een relatief laag tot een relatief hoog risicoprofiel. Per indicator wordt een onderlinge rangorde vastgesteld, die vervolgens ongewogen wordt gemiddeld.

Hoewel de resultaten geen absolute of objectieve maatstaf zijn voor de risico-grad van de betrokken overheden, kunnen zij wel als een tentatieve indicator dienen voor de relatieve positie van de betrokken overheden. Uit de tabellen blijkt dat het risicoprofiel van Scandinavische landen in de afgelopen 20 jaar

²² W. Boonstra en I. Dinkhuizen (1991), Overheidstekorten en financiële markten, in *Economisch Statistische Berichten*, 1095

Tabel 2: Rangschikking landen naar risicoprofiel in 1991

	I	II	III	IV	gem. rang	eindrang
Noorwegen	2	1	4	8	3,75	1
Finland	5	3	3	9	5,00	2
Duitsland	10	5	2	5	5,50	3
Frankrijk	6	6	8	4	6,00	4/5
Oostenrijk	7	9	1	7	6,00	4/5
Denemarken	4	8	12	1	6,25	6
Zweden	1	2	11	13	6,75	7
Nederland	11	10	5	2	7,00	8
Ierland	8	11	7	3	7,25	9
VK	3	4	13	10	7,50	10
Spanje	9	7	6	12	8,50	11
België	12	13	10	6	10,25	12
Italië	13	12	9	11	11,25	13
Griekenland	14	14	14	14	14,00	14

I = Gemiddeld overheidstekort als % van het BBP 1990-1992

II = Gemiddelde rentebetalingen als % van totale overheidsuitgaven

III = Gemiddelde nationale spaarquote 1987-1989

IV = Gemiddelde consumptieprijssstijging 1990-1992

Bron: Boonstra en Dinkhuijsen (1991)

Tabel 3: Rangschikking landen naar risicoprofiel in 2009

	I	II	III	IV	gem. rang	eindrang
Zweden	3	2	2	4	2,75	1
Noorwegen	1	1	1	12	3,75	2
Nederland	6	7	3	3	4,75	3
Denemarken	4	4	6	9	5,75	4/5
Finland	2	3	7	11	5,75	4/5
Oostenrijk	7	8	4	6	6,25	6
Duitsland	5	11	5	5	6,50	7
Frankrijk	11	10	10	1	8,00	8/9
Ierland	13	5	12	2	8,00	8/9
Spanje	10	6	9	10	8,75	10
België	8	12	8	8	9,00	11
Italië	9	14	11	7	10,25	12
VK	12	9	13	13	11,75	13
Griekenland	14	13	14	14	13,75	14

I = Gemiddeld overheidstekort als % van het BBP 2007-2009

II = Gemiddelde rentebetalingen als % van totale overheidsuitgaven 2007-2009

III = Gemiddelde nationale spaarquote 2007-2009

IV = Gemiddelde consumptieprijssstijging 2007-2009

Bron: Rabobank, Reuters EcoWin

Stabiliteit van beoordeling

relatief laag is gebleven. Van een middenmoter begin jaren negentig is Nederland verworden tot een hoogvlieger nu, omdat vooral op tekort- en renteratio's belangrijke verbeteringen zijn geboekt. Het beeld van een toenemend risico-grad van noord naar zuid, met Griekenland als hekkensluiter, is in de afgelopen twee decennia echter nauwelijks gewijzigd. Het Verenigd Koninkrijk verstoort dit beeld omdat het land als gevolg van de financiële crisis zijn begrotingstekort en rentebetalingen fors zag oplopen.

Kortom, op basis van een eenvoudige indicator lijkt het erop dat kredietbeoordelaars zich te veel hebben laten leiden door het sentiment op de financiële markten: ook de risico-opslag op staatsobligaties van deze landen was in een groot deel van de achter ons liggende periode niet zo groot als hij nu ook weer is. Ook blijkt op basis van deze indicator dat de meeste AAA-beoordeelde landen zich ook niet zo snel zorgen hoeven maken; ook Nederland niet.

Conclusie

Griekenland aan de Noordzee?

De financiële crisis heeft de overheidsfinanciën flink uit het lood geslagen. Dit escaleerde in Griekenland tot een schuldencrisis die ook andere vooral Zuid-Europese landen dreigt mee te sleuren. Griekenland kampt al sinds 1980 met forse begrotingstekorten, gemiddeld bijna zo'n 8% BBP per jaar en vorig jaar liep het tekort op tot meer dan 13% BBP. Jarenlang slaagde het land erin het budgettaire wanbeheer te verdoezelen door de statistieken te manipuleren.

Een vergelijking met de Nederlandse overheidsfinanciën gaat aan alle kanten mank. De kredietbeoordelaar S&P stelt dat: *"In the medium term, we expect The Netherlands' extremely strong creditworthiness to remain secure"*. De Nederlandse overheid is altijd zeer betrouwbaar geweest en heeft al jarenlang de hoogste rating, namelijk triple-A. De eerste keer en tevens ook de laatste keer dat de Nederlandse staat niet kon voldoen aan zijn externe verplichting was in 1814.²³ Dat kan van de Griekse overheid niet worden gezegd, die in de afgelopen 200 jaar 5 keer haar externe verplichting niet is nagekomen, en sinds ze lid zijn van de Europese Unie nooit voldaan hebben aan het Stabiliteits- en Groeiact. Nederland heeft in het verleden bewezen zich aan de begrotingsafspraken te willen houden door in de periode 1995-2007 de overheidsschuld met bijna 30%-punt te verlagen tot 47% BBP. Het manipuleren van de begrotingsstatistieken door politici in Nederland is uit den boze, en zou ook tot onvoorstelbare reputatieschade leiden.

Daarnaast wordt Griekenland ook door de kredietbeoordelaars door de mangel gehaald. De hoogste rating die Griekenland ooit heeft gehad, was A+ bij de kredietbeoordelaar S&P in 2004. De kredietbeoordelaar twijfelt aan de effectiviteit van de Griekse bezuinigingsmaatregelen en de politieke bereidheid om die uit te voeren. De afwaarderingen gooien extra roet in het eten omdat deze leiden tot een verder stijgende rente op Grieks overheidspapier. Want ook na de reddingsoperaties blijven beleggers een drie keer zo hoge vergoeding eisen voor Griekse tienjarige leningen dan voor Nederlands overheidspapier. De Griekse besmetting lijkt zich vooral te beperken tot andere Zuid-Europese landen die eveneens hun financieringskosten zien toenemen en hun kredietwaardigheid zien afnemen. De beleggers zoeken in toenemende mate een veilige haven in het noorden van Europa.

Op dit moment zien we dan ook dat de financiële markten Duitse maar ook Nederlandse staatsobligaties als extreem veilig zien. De rente die de Nederlandse overheid recentelijk moest betalen was in jaren niet zo laag geweest en zorgt op dit moment voor meevallers voor de Nederlandse overheid.²⁴

²³ Carmen M. Reinhart en Kenneth S. Rogoff (2009), *This time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.

²⁴ Zie bijvoorbeeld de Volkskrant, *Miljardenmeevaller door rente*, 6 juli 2010.

Conclusie

Hoewel Nederland op tal van indicatoren ruim triple-A scoort en kredietbeoordelaars zich weinig zorgen maken over het huishoudboekje van de Nederlandse staat neemt dit niet weg dat dit krediet als sneeuw voor de zon kan smelten. Wanneer een nieuwe kabinet in de komende kabinetsperiode er niet in slaagt geloofwaardige plannen door te voeren voor structurele hervormingen van (toekomstige) overheidsuitgaven dan wordt de achilleshiel van de Nederlandse kredietwaardigheid geraakt: de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Dit kan een afwaardering met zich meebrengen en daarmee ook tot meer twijfel in de financiële markten over de terugbetalingscapaciteit van de Nederlandse staat, waardoor de financiering van de Nederlandse overheidsschuld alsnog in problemen komt. Deze problemen kunnen versneld worden als de huidige trend in Europa zich voortzet, en alle landen op korte termijn veel gaan bezuinigen.

De angst om afgewaardeerd te worden, zou echter niet de enige drijfveer moeten zijn om de overheidsfinanciën op orde te brengen en structurele hervormingen door te voeren. Met het oog op vergrijzing kan het geen kwaad om bijvoorbeeld intergenerationele solidariteit kritisch te bezien en de Nederlandse concurrentiepositie te verstevigen. Ook het huidige sentiment in Europa (alleen snel en stevig bezuinigen is genoeg) kan ertoe leiden dat Nederland op korte termijn meer zal moeten bezuinigen. Als alle andere Europese snel hun begrotingstekort terugdringen verslechtert de relatieve positie van de Nederlandse overheidsfinanciën zonder dat het structurele probleem groter wordt. Maar zover is het nog zeker niet. Griekenland aan de Noordzee: voorlopig niet in Nederland. Het VK en België zijn meer voor de hand liggende kandidaten.

Bijlage

Variabelen in brede index

Variabelen in brede indicator

Binnenlandse economie

BBP

terugval in groei BBP (gemiddelde 09-11 - gemiddelde 03-07)

Binnenlandse investeringen (% BBP, 2009)

Private besparingen (% BBP, 2009)

inflatie (CPI, 2008-2011)

Volatiliteit BBP (%)

Volatiliteit CPI (%)

Overheidsfinancien

Overheidssaldo (% BBP, gemiddelde 2009-2011)

Primair saldo overheid (% BBP, 2009)

Overheidsschuld (% BBP, 2011)

Maturity overheidsschuld (% BBP, 2009)

Overheidsschuld (% inkomsten, 2009)

Rentebetalingen overheid (% inkomsten, 2009)

Binnenlandse overheidsschuld (% BBP, 2009)

Volatiliteit inkomsten (ratio ontvangsten tov BBP)

Externe positie

Afhankelijkheid van grondstoffen (% uitvoer, 2009)

Saldo lopende rekening (% BBP, 2009)

Saldo lopende rekening + FDI (% BBP, 2009)

Netto vermogenspositie (als % BBP)

Inkomen

BBP per hoofd (2009)

groei BBP per hoofd (gemiddelde groei 2004-2009)

Demografie en instituties

Bevolkingsgroei (% vijfjaarsgemiddelde 2004-2008)

Werkloosheid (% beroepsbevolking, 2009)

Politieke stabiliteit (index)

Overheidseffectiviteit (index)

Kwaliteit rechtsstaat (index)

Controle van corruptie (index)

Human development (index)

Ease of doing business (index)

Colofon

Deze special is een uitgave van het Directoraat Kennis en Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland.

De in deze publicatie gepresenteerde visie is mede gebaseerd op gegevens uit door ons betrouwbaar geachte bronnen, waaronder Reuters EcoWin. Deze bronnen zijn op zorgvuldige wijze in onze analyses verwerkt.

Overname van de inhoud met bronvermelding is toegestaan. Het Directoraat aanvaardt echter geen enkele aansprakelijkheid voor het geval dat de in deze publicatie neergelegde gegevens of prognoses onjuistheden bevatten.

Gebruikte afkortingen bronnen: CBS: Centraal Bureau voor de Statistiek, EIU: Economist Intelligence Unit, EC: Europese Commissie, IMF: International Monetary Fund, OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development.

AU is Australië, AT Oostenrijk, BE België, BG Bulgarije, CA Canada, CH Zwitserland, CY Cyprus, CZ Tjechië, DE Duitsland, DK Denemarken, EA Eurogebied, ES Spanje, FI Finland, FR Frankrijk, GB Groot Brittannië, EL Griekenland, HK HongKong, HU Hongarije, IS IJsland, IE Ierland, IT Italië, JP Japan, LT Litouwen, LV Letland, LU Luxemburg, NL Nederland, NZ Nieuw Zeeland, NO Noorwegen, PT Portugal, PL Polen, RO Roemenië, SE Zweden, SK Slowakije, SP Singapore, SI Slovenië, SK Slowakije en US zijn de Verenigde Staten.

Deze informatie kunt u ontvangen door een mail te sturen naar 'economie@rn.rabobank.nl' onder vermelding van 'Kennismail'. Hierdoor wordt u op de verzendlijst geplaatst van de gratis digitale nieuwsbrief van Kennis en Economisch Onderzoek die tenminste eens per maand uitkomt. In deze nieuwsbrief zijn links te vinden naar ook naar alle andere publicaties van onze medewerkers.

Voor overige informatie kunt u bellen met Kennis en Economisch Onderzoek via tel. 030 - 2131398.

U kunt ons ook bereiken op het volgende e-mailadres: 'economie@rn.rabobank.nl'.

© 2010 - Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A., Nederland

KEO op internet

www.rabobank.com/kennisbank

Postadres

Rabobank Nederland,
KEO (UEL A.00.02)
Postbus 17100
3500 HG Utrecht

Bezoekadres

Rabobank Nederland
Eendrachtlaan 10
3526 LB Utrecht



Rabobank