

Chapter 6

Samenvatting (Dutch summary)

DE Europese schulden crisis heeft aangetoond dat een zeer hoog niveau van de staatsschuld kan leiden tot oplopende rentelasten die economisch herstel tegengaan. In dit proefschrift doe ik onderzoek naar de implicaties van een te hoge staatsschuld voor begrotingsbeleid.¹ Ik zal mij onder meer richten op de vraag hoe zorgen over de schuldhoudbaarheid kunnen leiden tot macro-economische instabiliteit, en hoe dergelijke zorgen het effect van begrotingsbeleid op de economie beïnvloeden.²

In Hoofdstuk 2 maak ik gebruik van een theoretisch model voor een gesloten economie om de houdbaarheid van *anticyclisch begrotingsbeleid* te bestuderen. Onder anticyclisch begrotingsbeleid worden belastingen automatisch verlaagd (of overheidsuitgaven verhoogd) gedurende een recessie, en worden belastingen verhoogd tijdens economische voorspoed. De begroting van de overheid beweegt dus in tegengestelde richting mee met de conjunctuur (vandaar de term ‘anticyclisch’). Onder normale omstandigheden draagt anticyclisch beleid bij aan een stabielere economie: immers, een daling in het inkomen wordt automatisch opgevangen door een verlaging in de belasting, waardoor het besteedbaar inkomen (en dus het consumptieniveau) min of meer gelijk blijft. In dit hoofdstuk wordt gekeken of het laatste ook opgaat wanneer de overheid een

¹Met *begrotingsbeleid* wordt bedoeld het beleid omtrent veranderingen in de inkomens- en/of uitgavenkant van de overheidsbegroting, met als doel het beïnvloeden van economische activiteit. Bijvoorbeeld, een daling in de loonbelasting (inkomenskant) of een toename in de werkloosheidsuitkering (uitgavenkant) ter bevordering van de huishoudelijke consumptie.

²Begrotingsbeleid wordt gezien als *houdbaar* wanneer men gelooft dat de overheid de rente op uitstaande schuld kan blijven betalen; in dat geval zal de schuld namelijk op lange termijn convergeren naar een stabiel niveau. Het risico dat de staatsschuld niet langer houdbaar is wordt aangeduid als *staatsschuldenrisico*.

risicopremie moet betalen zodra zij geld leent van investeerders. Deze risicopremie vormt een wig tussen de ‘risico-vrije’ rente en de rente die de overheid betaalt op uitstaande leningen. Zodra investeerders twijfelen over de houdbaarheid van de staatsschuld, zal een verdere toename in de schuld leiden tot een hogere risicopremie.³ In het model wordt verder aangenomen dat de risicopremie ook het consumptiegedrag van huishoudens beïnvloedt. Deze aanname is gebaseerd op recente ervaringen uit de financiële sector. Toen bekend werd dat sommige overheden in betalingsproblemen kwamen, stegen de financieringskosten van financiële instellingen die veel staatsobligaties gebruikten als onderpand om goedkope leningen af te sluiten. Deze hogere financieringskosten werden vervolgens doorberekend aan huishoudens (in de vorm van een hogere rente), waardoor huishoudens minder geld konden lenen en aldus gedwongen waren hun consumptie te verlagen.

Met behulp van het model laat ik zien dat, in de aanwezigheid van een risicopremie op staatsschuld, een anticyclisch begrotingsbeleid niet altijd houdbaar is en juist kan leiden tot economische instabiliteit. Wanneer, bijvoorbeeld, de overheid de belastingen verlaagt in tijden van crisis, dan zal daarmee niet alleen de staatsschuld, maar ook de risicopremie stijgen. Hierdoor nemen de rentelasten van huishoudens toe en daalt de private consumptie. De daling in consumptie verergert de crisis en zal, gegeven het anticyclische begrotingsbeleid van de overheid, een verdere belastingverlaging in gang zetten wat vervolgens weer leidt tot een verdere toename in de overheidsschuld en risicopremie, en een nog sterkere daling in consumptie. Deze vicieuze cirkel is uiteraard niet houdbaar, aangezien het een explosieve schuldontwikkeling impliceert.

Om de vicieuze cirkel te voorkomen of doorbreken zal de overheid een zeer agressief bezuinigingsbeleid moeten voeren om de schuld en de risicopremie te verlagen. Op deze manier dalen namelijk de rentelasten van huishoudens en zal de private consumptie niet verder afnemen. Lukt het de overheid niet om voldoende te bezuinigen, dan zal de centrale bank moeten inspringen en de rente verlagen. Echter bestaat er een limiet aan hoever de centrale bank de rente kan verlagen: de rente kan namelijk niet lager zijn dan nul procent. De centrale banken van de VS en het euro gebied hebben sinds de economische

³Deze positieve relatie tussen de staatsschuld en de risicopremie was sterk aanwezig tijdens de Europese schuldencrisis, waarin landen met een zeer hoge staatsschuld (zoals Griekenland en Portugal) een hogere risicopremie moesten betalen dan landen met een relatief lage staatsschuld (zoals Duitsland en Nederland).

crisis van 2008 de rente dusdanig ver verlaagd, dat zij bij deze ondergrens terecht zijn gekomen. Hierdoor is er haast geen ruimte meer voor verdere ondersteuning vanuit de centrale bank. De resultaten uit Hoofdstuk 2 impliceren dus dat, in tijden van een hoge en gevoelige risicopremie op de staatsschuld, de houdbaarheid van begrotingsbeleid en economische stabiliteit sterk afhankelijk zijn van de cycliciteit van begrotingsbeleid en de beleidscoördinatie tussen de overheid en centrale bank.

In tegenstelling tot Hoofdstuk 2, waarin voornamelijk wordt gekeken naar de lange-termijn houdbaarheid van begrotingsbeleid, richt ik mij in Hoofdstukken 3 en 4 op de korte-termijn effecten van begrotingsbeleid op het nationaal inkomen. In Hoofdstuk 3 kijk ik naar de *begrotingsmultiplier*, oftewel de procentuele verandering in het inkomen als gevolg van een toename in de overheidsuitgaven. Hoe groter de multiplier, hoe effectiever de overheid is in het beïnvloeden van economische activiteit. Het model uit het voorgaande hoofdstuk wordt enigszins uitgebreid en beschrijft nu een kleine open economie. In het model wordt onderscheid gemaakt tussen twee soorten *wisselkoersregimes*: vaste en flexibele wisselkoersen.⁴

Ik toon aan dat, wanneer de economie te maken heeft met een hoge mate van onzekerheid omtrent de schuldhoudbaarheid, de multiplier groter kan zijn in landen met een flexibele wisselkoers dan in landen met een vaste wisselkoers. Dit resultaat gaat tegen de voorspellingen in van bestaande economische theorieën. Net als in Hoofdstuk 2 zorgt staatsschuldenrisico voor een stijgende rente, waardoor huishoudens minder zullen consumeren. Dit zogeheten *crowding-out effect* op consumptie verkleint de multiplier en komt voor in regimes met zowel flexibele als vaste wisselkoersen. Staatsschuldenrisico heeft echter nog een effect dat in het gesloten economie model van Hoofdstuk 2 niet tot uitdrukking kwam. Onder toenemende staatsschuldenrisico zullen investeerders namelijk staatsobligaties verkopen in ruil voor relatief veiligere buitenlandse obligaties. De met deze actie gepaard gaande waardevermindering van de munt impliceert een daling in de wisselkoers die juist gunstig is voor exporterende bedrijven (binnenlandse goederen worden dan namelijk relatief goedkoper dan buitenlandse producten). Dit indirecte *wisselkoerseffect* van staatsschuldenrisico vergroot de multiplier. Uiteraard kan het wisselkoerseffect alleen plaatsvinden in een systeem met flexibele wisselkoersen en om

⁴De *wisselkoers* is de prijs van de binnenlandse munt uitgedrukt in buitenlandse valuta.

deze reden kan de multiplier groter zijn onder flexibele dan onder vaste wisselkoersen. Sterker nog, ik laat zien dat, onder aanzienlijke crowding-out effecten, de multiplier *negatief* kan zijn als de wisselkoers zich niet kan aanpassen.

De resultaten uit Hoofdstuk 3 geven aan dat het vermogen van de overheid om de economie te stimuleren beperkt wordt door de omvang van de staatsschuld. Zodra de staatsschuld een onhoudbaar niveau heeft bereikt en de rente omhoog drijft zal, zonder tegenwerkende beleidsmaatregelen, het simulerende vermogen van begrotingsbeleid afnemen. Het model toont aan dat vooral landen met een vaste wisselkoers hier last van hebben, omdat de negatieve effecten van de te hoge staatsschuld niet (automatisch) opgevangen zullen worden door een depreciatie van de wisselkoers. In dat geval zal de economie zich moeizaam moeten herstellen middels aanpassingen in de productprijzen en arbeidslonen. Echter, omdat deze prijzen op korte termijn vaak zeer rigide zijn, kan dit aanpassingsproces erg lang duren.

In Hoofdstuk 4 breid ik de analyse uit het voorgaande hoofdstuk uit en bestudeer ik de begrotingsmultiplier in een *monetaire unie*, oftewel een groep landen (lidstaten) die een gezamenlijke munt invoeren (de VS en het euro gebied zijn voorbeelden van een monetaire unie). Ik gebruik hiervoor een model dat een monetaire unie beschrijft bestaande uit twee lidstaten. Beide lidstaten voeren onafhankelijk begrotingsbeleid, kunnen verschillen qua omvang en hebben te maken met verschillende schokken; verder zijn zij symmetrisch. Net als in een systeem met vaste wisselkoersen, wordt in een monetaire unie de wisselkoers tussen lidstaten vastgezet (bijvoorbeeld, elke euro is altijd evenveel waard in Nederland als in België, en elke dollar is evenveel waard in Californië als in Florida). Overeenkomend met de resultaten uit Hoofdstuk 3 geeft het model aan dat de multiplier kleiner is wanneer er sprake is van staatsschuldenrisico vanwege het crowding-out effect op consumptie (en het ontbreken van het gunstige wisselkoerseffect). Verder laat ik zien dat de omvang van de multiplier tevens wordt bepaald door monetair beleid, oftewel het rentebeleid van de centrale bank. Des te moeilijker het is om de rente te verlagen in tijden van staatsschuldenrisico, des te sterker is het crowding-out effect en des te kleiner is de multiplier. Dit resultaat gaat tegen de conclusies in van recente literatuur over begrotingsmultipliers, die zegt dat multipliers groter zijn onder een constante rente. Ik laat juist zien dat, in tijden van staatsschuldenrisico, de multiplier zelfs negatief kan zijn wanneer de rente constant blijft.

In Hoofdstuk 4 kijk ik ook naar het *optimale begrotingsbeleid*, oftewel het beleid dat de welvaart maximaliseert. Ik vergelijk welvaartsuitkomsten onder zowel anticyclisch als procyclisch begrotingsbeleid en laat zien dat, in ‘normale tijden’ zonder staatsschuldenrisico, de welvaart haar maximale niveau bereikt wanneer begrotingsbeleid anticyclisch is.⁵ Dit komt vanwege het stabiliserende karakter van anticyclisch begrotingsbeleid (zie tweede alinea), maar geldt alleen voor relatief kleine lidstaten binnen de monetaire unie. Relatief grote lidstaten hebben daarentegen meer baat bij een procyclisch begrotingsbeleid. Wanneer een land relatief groot is, en dus een grote (economische) invloed heeft op de rest van de monetaire unie, zullen schokken afkomstig uit dit land (deels) worden opgevangen door centraal geleid monetair beleid. Anticyclisch begrotingsbeleid zal in tijden van een recessie dus leiden tot ‘te veel’ stimulans, waardoor inkomensfluctuaties te hoog worden en er sprake is van welvaartsverlies.

In tijden van staatsschuldenrisico wordt dit resultaat omgedraaid: welvaart is maximaal onder een procyclisch begrotingsbeleid in kleine lidstaten, en onder anticyclisch beleid in grote lidstaten. In kleine lidstaten is een procyclisch begrotingsbeleid nodig om de risicopremie op de staatsschuld laag te houden en de eerder besproken crowding-out effecten op consumptie te verkleinen. In grote lidstaten zorgt een anticyclisch begrotingsbeleid juist voor een betere balans tussen begrotings- en monetair beleid. Met Hoofdstuk 4 geef ik dus aan dat het optimale begrotingsbeleid binnen een monetaire unie sterk afhankelijk is van zowel de omvang van de staatsschuld als de relatieve omvang van de economie.

⁵Onder een *procyclisch begrotingsbeleid* worden belastingen verhoogd tijdens een economische crisis en verlaagd tijdens economische voorspoed. Procyclisch begrotingsbeleid is dus het tegenovergestelde van anticyclisch beleid.
