



Munich Personal RePEc Archive

Fiscal policy in times of crisis

Afman, E.R. and van de Coevering, C.R.

Ministry of Finance, the Netherlands

2012

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/60261/>
MPRA Paper No. 60261, posted 17 Sep 2020 15:04 UTC

Begrotingsbeleid in crisistijd

E.R. Afman*

C.R. van de Coevering*

Samenvatting

De Nederlandse overheidsfinanciën zijn uit het lood geslagen. Als gevolg van de financiële crisis is de schuld in korte tijd met 20 procentpunt toegenomen tot bijna 66 procent bbp. Zonder een forse verbetering van het EMU-saldo zal de schuld de komende jaren blijven stijgen. De huidige recessie roept vragen op over het tempo waarin de overheidsfinanciën op orde moeten worden gebracht. De ontwikkelingen in de economische theorie en de ervaringen in de jaren zeventig, toen aanbodproblemen werden beantwoord met vraagstimulering, hebben ons de beperkingen geleerd van actief begrotingsbeleid. Niettemin ondervond dit beleid een revival aan het begin van de crisis, toen zich op grote schaal acute vraaguitval voordeed. De meer structurele aard van de lage groei en de hoge schulden zijn echter belangrijke argumenten om dit beleid in de huidige situatie niet voort te zetten. Anders dan in het verleden kunnen we niet 'uit de schuld groeien'. De toegenomen rol van de internationale financiële markten vormen een extra reden om onze budgettaire positie op korte termijn te verbeteren.

Trefwoorden: Begrotingsbeleid, crisis, economische groei, financiële markten.

1 Inleiding

De overheidsfinanciën zijn sinds het uitbreken van de financiële crisis in 2008 uit het lood geslagen. Het EMU-saldo is fors verslechterd en de EMU-schuld loopt in de jongste raming van het Centraal Planbureau (CPB) op naar 76 procent van het bruto binnenlands product (bbp) in 2015. De bruto collectieve uitgaven – het beslag van de overheid op de economie – is toegenomen van circa 45 procent bbp in de jaren 2005-2007 naar ruim boven de 50 procent nu.

Tegelijkertijd draait de Nederlandse economie moeizaam. De uitvoer is snel hersteld na de crisis, maar binnenlandse bestedingen in de vorm van consumptie door huishoudens en investeringen bevinden zich op een laag niveau. Voordat het bbp weer terug was op het niveau van voor de crisis is de economie weer in een recessie geraakt.

Voldoen aan de normen van het Stabiliteits- en Groeipact vergt een forse budgettaire inspanning die via het bestedingseffect van overheidsuitgaven de economische groei in 2013 en de jaren daarna zal drukken. Een dergelijke budgettaire inspanning heeft ook positieve effecten: de overheidsfinanciën herstellen zich en de EMU-schuld wordt dichter bij een houdbaar pad gebracht. Houdbare overheidsfinanciën zijn daarbij bovenal een *conditio sine qua non* voor macro-economische stabiliteit en duurzame economische groei, niet in de laatste plaats vanwege de rol die financiële markten spelen.

Een belangrijke afweging doet zich derhalve voor. Hoe moeten de bestedingseffecten van ombuigingen worden gewogen ten opzichte van de positieve effecten van gezonde overheidsfinanciën op de Nederlandse economie. Om deze vraag te beantwoorden brengt dit artikel eerst de klassieke argumenten voor en tegen conjunctuurbeleid bijeen. Vervolgens wordt ingegaan op de begrotingsmultiplier in het actuele economische gesternte en de rol van structurele ontwikkelingen en de financiële markten. Deze analyse werpt daarmee de relevante vraag op of onze blik op begrotingsbeleid

permanent bijstelling behoeft. Dit artikel betoogt dat sprake is van een tweetrapsraket: de ontwikkeling van het EMU-saldo en die van de EMU-schuld vragen om ombuigingen, het vergrootglas van financiële markten zorgt daarbij voor een extra druk.

2 Conjunctuurbeleid: voor en tegen

2.1 De Keynesiaanse Revolutie

In de klassieke economie – hét geldende paradigma in de 19e eeuw – was het geloof in marktwerking groot. De Wet van Say vormde een belangrijke grondslag voor het theoretische raamwerk van de klassieke economen: meer aanbod leidt tot meer productie, en vanuit het productieproces ontstaat via groei van het inkomen meer vraag. Markten bewegen mee op deze dynamiek. Het prijsmechanisme zorgt voortdurend voor aanpassingen zodat permanent sprake is van volledige werkgelegenheid; de werkloosheid is steeds gelijk aan het evenwichtsniveau.¹

Een groeiend aantal economen in de eerste helft van de 20e eeuw konden de orthodoxe theorie van automatische aanpassing niet rijmen met de ervaringen in de roerige jaren twintig en dertig. In *A Guide to Keynes* beschrijft Alvin Hansen, de Harvard-hoogleraar die de Keynesiaanse denkbeelden in het Verenigde Staten van de jaren dertig populair maakte, hoe verscheidene klassieke en institutionele economen in de 19e en 20e eeuw speldenprikjes toebrachten aan het klassieke paradigma. Dit deden zij onder meer door te wijzen op de grote werkloosheid en forse uitslagen van de conjunctuur. Hoewel sommige economen dit slechts tijdelijke afwijkingen van het evenwicht vonden, nam de behoefte aan alternatieve verklaringen toe.² Met zijn *General Theory of Employment, Interest and Money* verrijkte Keynes het debat op een waardevolle manier door het in twijfel trekken van het aanpassingsmechanisme via de lonen en bovenal de introductie van een consumptiefunctie, waarbij consumptie afhangt van het inkomen. De notie dat het inkomen ten dele wordt gespaard en de rente niet automatisch zorgt voor besparingen en investeringen die leiden tot productie op het potentiële niveau is een fundamentele aanval op het beeld van de klassieke economen. Hierdoor kon immers sprake zijn van permanente niet-benutte productiecapaciteit. In de wederopbouwjaren na de tweede wereldoorlog vond het idee dat de vraag bepalend is voor het niveau van de binnenlandse productie ook gretig aftrek onder beleidsmakers. Zoals Jan Donders eerder dit jaar in de kolommen van dit blad noteerde: "Economen gingen er in die tijd van uit dat de economie op een poreuze fietsband lijkt, die voortdurend moet worden opgepompt om veel ongerief te voorkomen".

2.2 Stimuleringsbeleid in de jaren zeventig

In Nederland en veel andere (West-Europese) landen is in de jaren zestig sprake van een overweldigende welvaarts groei. Een stijgende energiebehoefte vanuit de nieuwe

¹ Ook in het begin van de 19e eeuw waren er economen die oog hadden voor de mogelijkheid dat de effectieve vraag tekort kon schieten. Het beroemde debat uit die tijd was tussen Ricardo en Malthus, waarbij laatstgenoemde het onderspit moest delven. Het gevolg is dat het meer dan honderd jaar duurde voordat Keynes dit probleem weer aankaartte. Zie voor een uitgebreidere discussie bijvoorbeeld Colander en Landreth (1994), pp.99-141.

² Hansen citeert bijvoorbeeld John Stuart Mill die in zijn *Principles of Political Economy* uit 1848 stelde dat een depressie slechts een tijdelijke "derangement of markets" is, het gevolg van een "excess of speculative purchases" met een "contraction of credit" tot gevolg, waarbij alleen een "restoration of confidence" nodig is om gezonde marktwerking te herstellen. Een vergelijkbare redenering treft met aan bij andere klassieke economen, zoals bijvoorbeeld Alfred Marshall.

industrie, tezamen met een forse inkomensstijging leidde tot een oplopende inflatie. Lonen waren automatisch geïndexeerd en overheidsuitgaven bewogen mee met de prijsontwikkeling. Economisch beleid zette in op inflatieremmende loon- en prijsmaatregelen. Begin jaren zeventig koelde de economie af en begon de werkloosheid op te lopen. Ook de spanningen in het Midden-Oosten liepen op. Na het uitbreken van de Jom Kipoeroorlog in oktober 1973, waarbij de Westerse wereld Israël steunde, leidde een olieboycot tot de eerste oliecrisis.

Halverwege de jaren zeventig bevond Nederland zich in de grootste naoorlogse recessie. De crisis, de oplopende werkloosheid én het feit dat Nederland in deze jaren een overschot op de lopende rekening had, zorgde voor een roep om actief stimuleringsbeleid. Toenmalig minister van Financiën Duisenberg schreef daarom in de *Miljoenennota 1975* (p.4): "Nederland, met zijn krachtige externe positie, mede maar niet alleen als gevolg van ons aardgasbezit, behoort tot de weinige landen in de geïndustrialiseerde wereld die zich een expansief compenserend bestedingsbeleid kunnen en moeten veroorloven. Ook de binnenlandse situatie, met een steeds hoger en hardnekkiger werkloosheidsniveau, dwingt daartoe".

Ook de OESO adviseerde een stimulerend begrotingsbeleid in haar *Economic Survey* van 1976 (pp.39-40): "From the point of view of the domestic employment situation, further measures to improve both the short and medium-term outlook would seem essential. Such action is appropriate also from the international point of view as the large current external surplus makes it desirable that the Netherlands together with other Member countries in a similar position should lead the international recovery into sustainable growth".

Dit beleid pakte echter ongunstig uit. De groei van de private bestedingen en die van het bbp vielen terug; het financieringstekort verslechterde fors in de jaren die volgden. Bij het uitbreken van de tweede oliecrisis kreeg vooral de werkloosheid een grote klap. Eind jaren zeventig is de breed gedeelde diagnose dat het niet schort aan de vraagzijde van de economie, maar aan de aanbodzijde: de arbeidskosten waren te hoog, waardoor het niet aantrekkelijk is om in Nederland te investeren en produceren.³ Zo ontstond hernieuwde aandacht voor de aanbodzijde van de economie. In maart 1979 kwam de OESO in het *Economic Survey* voorzichtig terug op haar eerdere aanbevelingen: "This growth of the public sector did not necessarily imply a continuous expansionary impulse to economic activity. The burden of taxes and social security contributions generally increased at as rapid a pace as disbursements". Ook het IMF wees toentertijd op de structurele beperkingen van de Nederlandse economie (IMF 1980, p.4): "There are also deep-seated structural weaknesses in the domestic economy which themselves preclude deflation through traditional demand management policies."

Het sturen van de effectieve vraag wordt niet langer inzet van overheidsbeleid. Dit bood de ruimte om het beleid te richten op een verlaging van de hoge lastendruk en het terugdringen van de omvang van de collectieve sector. Het zal echter nog tot 1984 duren, onder het eerste Kabinet-Lubbers, voordat de uitgaven als percentage van het bbp zich stabiliseren. De schuld loopt nog jaren op, tot een hoogste niveau van bijna 80 procent bbp in 1993. Hierna volgt een snelle daling waardoor in 2000 de schuld onder de 60 procent komt, het maximumniveau dat volgt uit de Europese afspraken.

³ De arbeidsinkomensquote bevond zich toentertijd rond de 87 procent.

2.3 Theoretische én praktische bezwaren van actief begrotingsbeleid

De simultane stijging van inflatie en werkloosheid kon in het Keynesiaanse paradigma slecht worden verklaard. Het falende stimuleringsbeleid van de jaren zeventig riep dan ook vragen op. De latere Nobelprijswinnaars Robert Lucas en Thomas Sargent hadden in 1978 met hun '*After Keynesian Macroeconomics*', waarin ze traditionele Keynesiaanse macromodellen bekritiseerden, een grote impact. Volgens hen zat het fundamentele probleem in de asymmetrische behandeling van enerzijds economische agenten als zijnde rationeel en anderzijds van markten als zijnde inefficiënt in de aanpassing van lonen en prijzen.

De belangrijkste verschillen met de theorie van Keynes laten zich samenvatten in vijf 'neutraliteiten'.⁴ Ten eerste Milton Friedman's notie van het permanente inkomen, waarbij consumptie afhangt van vermogen van huishoudens (en dus niet van een groter EMU-tekort). Ten tweede het theorema van Modigliani en Miller dat investeringen niet afhangen van tijdelijke winsten of de vermogensstructuur van een bedrijf. Ten derde het werk van Phelps over de evenwichtswerkloosheid: op lange termijn loopt de Phillipscurve verticaal waarbij geen relatie is tussen bestedingen, inflatie en de werkloosheid. Ten vierde rationele verwachtingen (en onder meer de Lucas-kritiek): agenten voorzien stabiliseringsbeleid van de monetaire autoriteit en passen prijzen en lonen hierop aan. En ten slotte, Ricardiaanse equivalentie zoals uitgelegd door Barro (1974): extra, niet door belasting gedekte, overheidsuitgaven leiden tot extra besparingen om de toekomstige belastingrekening te voldoen. Deze 'neutraliteiten' maken klassiek Keynesiaans stimuleringsbeleid ineffectief.

Naast deze theoretische bezwaren tegen vraagsturing zijn ook praktische bezwaren van belang. Idealiter is conjunctuurbeleid *timely*, *temporary* en *targeted*, ofwel: tijdig, tijdelijk en trefzeker. De tijdigheid is vaak een lastig probleem omdat het notoir lastig is om exact de fase in de cyclus te bepalen. Goed bedoeld contracyclisch beleid dat verder gaat dan automatische stabilisatie pakt zo snel procyclisch uit. Ook moet rekening worden gehouden met doorlooptijden. In de literatuur worden onder andere genoemd: '*inside lags*' (*decision*, *design* en *implementation lags*) en '*outside lags*' (de tijd die nodig is om daadwerkelijk in de economie tot uitdrukking te komen). Ook de tijdelijkheid van stimuleringsmaatregelen blijkt in de praktijk vaak een lastig obstakel. Discretionaire maatregelen worden vaak breed uitgemeten in de media en bevinden zich in de aandacht van belangengroepen. Dit plaatst beleidsmakers voor de uitdaging de maatregelen tijdelijk te houden, wat in de praktijk niet altijd even gemakkelijk is. In meer algemene zin wijzen Alesina en Perotti (1995) vanuit de politieke economie op een aantal argumenten die aanleiding geven voor een '*deficit bias*', zoals bijvoorbeeld een tendens om de aanpassingslast bij volgende generaties neer te leggen. De trefzekerheid van overheidsuitgaven is evenmin van tevoren gegarandeerd. Berucht zijn grote steunpakketten in de jaren zeventig aan noodlijdende bedrijven waarbij overheidssteun gericht op behoud van werkgelegenheid weggegooid geld bleek.

Klassieke 'lekken' die de Keynesiaanse werking van overheidsuitgaven beperken zijn ten slotte besparingen en het buitenland. Vooral bij een kleine open en spaarzame economie als de Nederlandse is deze weglek relevant.

⁴ We baseren ons hier op de mooie indeling van Akerlof (2007) waarin hij vervolgens de nieuw-klassieken en de nieuw-Keynesianen synthetiseert.

Vanwege bovenstaande beperkingen van conjunctureel begrotingsbeleid en het optreden van *crowding out* vormde zich een beleidsconsensus dat monetair beleid beter in staat is om de vraag te sturen.

2.4 Conjunctuurbeleid in deze crisis

Het via de begroting stimuleren van de economie kreeg hernieuwde aandacht bij de onverwacht heftige val van de wereldhandel in 2008 (de wereldhandel viel tussen oktober en december 2008, in twee maanden tijd, zo'n 12,5 procent (!) terug). De gevolgen van de crisis werden bestreden via rechtstreekse interventies in de financiële sector en via optreden van de centrale bank. Daarnaast werd in het voorjaar van 2009 wereldwijd naar overheden gekeken om internationaal gecoördineerd de nationale economieën een stimulans te geven. In Nederland, waar met een schuld van circa 45 procent bbp en een begrotingsoverschot de uitgangssituatie relatief goed was, besloot het kabinet Balkenende-IV tot een aanvullend beleidsakkoord (ABK).⁵ Omwille van geloofwaardigheid en vertrouwen van markten, bedrijven en burgers besloot het kabinet tot een drieslag: korte-termijnstimulering in combinatie met een herstel van de overheidsfinanciën vanaf 2011 en een lange-termijnagenda gericht op versterking van de economische structuur en het realiseren van houdbare overheidsfinanciën. Door de val van het kabinet heeft de budgettaire expansie wel plaatsgevonden, maar is het kabinet nauwelijks toegekomen aan de andere twee onderdelen van de benadering. Wel werden de uitvoeringstegenvallers opgevangen met extra ombuigingen en werden de destijds ingeschatte extra rentelasten als gevolg van het hogere tekort (€ 1,8 miljard) in 2009 en 2010 gedekt.

Ex post is het niet eenvoudig vast te stellen wat het netto effect van het crisispakket is geweest. We weten simpelweg niet wat zou zijn gebeurd indien het kabinet niet tot het ABK had besloten. Het CPB stelt op basis van een modelsimulatie dat de extra begrotingsuitgaven die samenhangen met het ABK de economische groei een impuls hebben gegeven. De omvang van de impuls vanuit het loslaten van de 'signaalwaarde' was hierbij aanzienlijk groter dan de impuls van het discretionaire stimuleringspakket.⁶ De evaluatie van het ABK door het Ministerie van Financiën laat zien dat automatische stabilisatie sterk scoorde op de criteria van tijdigheid, tijdelijkheid en trefzekerheid. De discretionaire maatregelen scoorden minder goed: het is bijvoorbeeld niet mogelijk gebleken om alle geplande uitgaven ook daadwerkelijk op het geplande tijdstip te doen. Het versnellen van complexe investeringsprojecten vergt bijvoorbeeld extra capaciteit die niet altijd beschikbaar is. Anderzijds is een aantal maatregelen verlengd waardoor het budgettaire verlies groter was dan oorspronkelijk beoogd (zie ook onderstaande box).

⁵ Zie Ministerie van Algemene Zaken, *Werken aan toekomst*, een aanvullend beleidsakkoord bij 'samen werken, samen leven'.

⁶ Het CPB heeft op verzoek het stimuleringspakket in Saffier-II doorgerekend (CPB notie, Effecten Stimuleringspakket, 12 september 2011). Dit is geen effect-evaluatie op instrumentniveau. Een aantal grote maatregelen wordt thans geëvalueerd. Zie voor een overzicht van deze evaluaties de bijlage bij de brief aan de Tweede Kamer hierover (Zie brief evaluatie stimuleringspakket, bijlage 1 en bijlage 2, kamerstukken II).

Box: effecten stimuleringspakket Balkenende-IV

Het pakket aan budgettaire maatregelen is door het kabinet Balkenende-IV destijds gedeeltelijk geselecteerd op basis van de 3 T's: tijdigheid, tijdelijkheid en trefzekerheid. Hierop kan het pakket achteraf worden getoetst. Automatische stabilisatie via de inkomsten- en de uitgavenkant van de begroting scoort goed op de criteria van tijdig, tijdelijk en trefzekerheid (de 3 T's). Zo is het gebruik ervan min of meer automatisch, verdwijnt het expansieve karakter van het beleid vanzelf bij het aantrekken van de groei, en zijn de maatregelen relatief sterk gericht op groepen met een grote bestedingsneiging als hun budgetrestrictie wordt versoepeld. Belangrijk is dat de automatische stabilisatie in de onzekere situatie van een crisis een stimulerende werking heeft op de economie, zonder dat er sprake is van *overshooting* in termen van omvang en in de tijd, en dat deze dus trefzeker kan uitpakken.

De individuele maatregelen van de gerichte stimulering scoren gemiddeld genomen minder goed op de 3 T's. Hoewel veelal niet goed te bepalen is wanneer individuele maatregelen daadwerkelijk effect sorteerden, is in 2009 circa 70 procent van het beoogde stimuleringspakket in dat jaar in de boeken verwerkt als extra uitgave of lagere ontvangst; over 2010 en 2009 tezamen is uiteindelijk circa 80 procent verwerkt. De variatie rond de gemiddelde tijdigheid is groot. Het CPB concludeert bijvoorbeeld dat de timing van de maatregelen bijzondere werktijdverkorting en deeltijd-WW goed aansloten bij die van de economische crisis. Hetzelfde gold voor de liquiditeitsverruiming van het bedrijfsleven. De feitelijke uitgaven aan projecten bleven echter, vooral op het terrein van duurzaamheid, beduidend achter bij de plannen. Bij de beoogde uitgaven uit het Fonds Economische Structuurversterking (FES) heeft een sterke verschuiving plaatsgevonden van 2009 en 2010 naar latere jaren.

De meeste andere maatregelen liepen maximaal tot eind 2010. Dit gold niet voor alle onderdelen van het pakket. Zo was bijvoorbeeld het afschaffen van de vliegticketbelasting structureel van aard en is een aantal fiscale maatregelen waartoe in of rondom het ABK is besloten, inmiddels verlengd of structureel gemaakt.

De conclusie ten aanzien van de trefzekerheid van de gerichte stimuleringsmaatregelen is gemengd. Het pakket was relatief evenwichtig vormgegeven, met voordelen voor zowel bedrijven als burgers. Voor een deel sloeg het pakket neer bij de doelgroep waar gebrek aan vertrouwen was en meer liquiditeit tot extra bestedingen zou leiden, zodat het economisch herstel werd ondersteund. Daarnaast is een deel van de maatregelen bewust gericht op inhoudelijke thema's om op deze gebieden sterker uit de crisis te komen. De relatieve effectiviteit van de afzonderlijke maatregelen ten opzichte van elkaar is niet bekend. Achteraf kan worden geconstateerd dat de focus op onder andere complexe investeringsprojecten op gespannen voet is komen te staan met de gewenste tijdigheid.

3 De Nederlandse begrotingsmultiplier

Volgens varianten op basis van het macro-economische structuurmodel van het CPB (Saffier II) hebben overheidsuitgaven een relatief fors direct bestedingseffect op korte termijn, dat na verloop van tijd afneemt. Op korte termijn is er dus een substantiële begrotingsmultiplier.⁷ Het CPB brengt in een recent achtergronddocument de uitkomsten van een grote hoeveelheid aan recente analyses over begrotingsmultipliers bijeen.⁸ Zoals mag worden verwacht komen hieruit gemiddeld genomen positieve effecten van

⁷ Een eenmalige impuls van materiële overheidsconsumptie ter grootte van 1 procent bbp verhoogt in het eerste jaar het bbp met 0,9 procent in Saffier II. Dit effect neemt via vertraagde doorwerking toe naar 1,1 procent in het vierde jaar na de impuls. Vervolgens neemt het effect af naar 0,8 procent in het achtste jaar, of -0,8 procent als verondersteld wordt dat loon- en inkomstenbelasting aangepast worden zodat het EMU-saldo niet wijzigt..

⁸ Suyker (2011), *Begrotingsmultipliers - overzicht van recente empirische publicaties*, CPB Achtergronddocument.

stimuleren op de economie naar voren (en negatieve effecten van bezuinigen). In het bijzonder relevant is de studie van Auerbach en Gorodnichenko (2012). Deze auteurs concluderen dat het effect van overheidsbestedingen in een recessie groter is dan bij een opgaande conjunctuur. Ook Beetsma (2011) vat de snel groeiende recente empirische literatuur samen. Hij besteedt daarbij echter ook aandacht aan de heilzame werking van een sanering van de overheidsbegroting op de economie en concludeert (p.126): "De recente empirische literatuur laat zien dat het gevaar van schade aan de economie bij een sanering van de overheidsfinanciën minder groot is dan vaak wordt gedacht".

Het bijzondere aan de huidige situatie is dat we niet in een 'normale' recessie zitten, maar in (de nasleep van) een financiële crisis. Dit heeft gevolgen voor de omvang van de te verwachten begrotingsmultiplier. Reinhart en Rogoff (2009) laten zien dat de economie als gevolg van een financiële crisis langdurig op een lager groeipad terecht kan komen. Gezien de ervaringen uit het verleden kunnen we dus niet verwachten dat de huidige neergang volledig conjunctureel is en dat we de verloren groei in de komende jaren weer inhalen. Conjunctureel begrotingsbeleid is dan minder effectief; het vertraagt aanpassingsprocessen, terwijl het volledig laten werken van automatische stabilisatie leidt tot een verslechtering van het primaire saldo. Het EMU-saldo herstelt immers niet, aangezien de economie het verlies niet goed maakt.

De crisis heeft geleid tot een schuldenproblematiek die vooral in Europa pregnant naar voren is gekomen. De afgelopen jaren is er veel onderzoek gedaan naar de effecten van (publieke) schuld op economische groei. Reinhart en Rogoff (2010) vinden in een grote empirische studie gebaseerd op 200 jaar data uit 44 landen een drempelwaarde van 90 procent bbp waarboven de economie met zo'n 1 procentpunt per jaar minder groeit.⁹ Kumar en Woo (2010) vinden ook dat, geschoond voor andere factoren die de groei beïnvloeden, een hogere schuld leidt tot lagere groei. Interessant is dat ze ook enig bewijs vinden voor non-lineariteiten: bij hogere schuld niveaus (>90 procent bbp) neemt het negatieve effect op de groei toe.

Hoge schulden beïnvloeden niet alleen de economische groei, maar hebben ook hun weerslag op de effectiviteit van begrotingsbeleid. Ilzetzki et al. (2011) testen deze hypothese in een recent artikel over de effectiviteit van begrotingsbeleid, gebaseerd op een uitgebreide dataset voor 44 landen. Hun onderzoek laat zien dat bij hoge schuld niveaus (>60 procent bbp) de effectiviteit van budgettaire beleid snel afneemt. Op korte termijn vinden ze een effect dat rond de nul ligt en op lange termijn wordt het effect zelfs negatief. Ook Auerbach en Gorodnichenko (2012) vinden in hun studie dat bij hoge schuld niveaus (>90 procent bbp) begrotingsbeleid ineffectief wordt, ongeacht of een land in een recessie verkeert of niet. De gevolgen van het negatieve vertrouwenseffect op burgers, bedrijven en de financiële markten dat uitgaat van de budgettaire expansie bij een hoge schuldenlast zijn groter dan het positieve effect van de bestedingen. Expansie bij hoge schuldenlast is immers een signaal dat er in de (nabije) toekomst een budgettaire verkrapping zal gaan plaatsvinden. Als een land blootstaat aan grote budgettaire risico's kan de noodzakelijke aanpassing van het beleid bijzonder groot zijn, zoals bijvoorbeeld Griekenland en Ierland recent hebben laten zien. De vrees dat een dergelijke beleidsomslag noodzakelijk is kan ervoor zorgen dat het expansieve beleid nu al een negatief effect heeft.

⁹ Cecchetti, Mohanty en Zampolli (2011) vinden een drempelwaarde van 85 procent waarboven schuld de groei drukt.

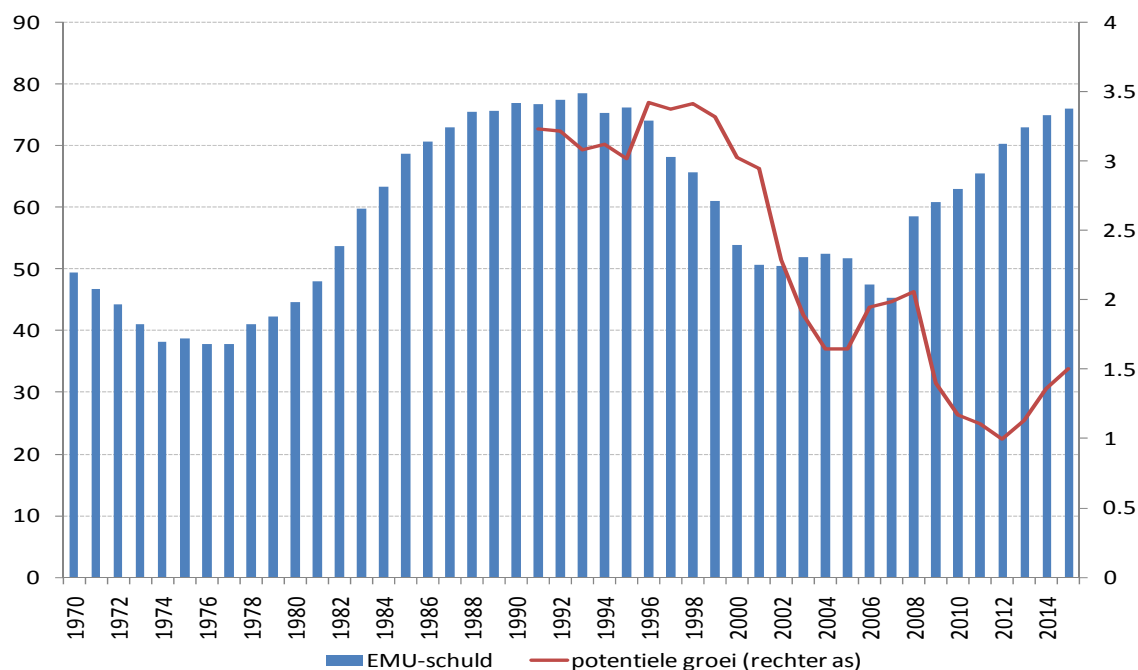
Het is op basis van bovenstaande onderzoeken niet goed vast te stellen in hoeverre de Nederlandse begrotingsmultiplier op dit moment lager zal zijn dan vóór de financiële crisis. Het huidige schuldniveau van bijna 66 procent bbp ligt boven de drempelwaarde van Iletzki et al., maar onder die van Auerbach en Gorodnichenko. Daarnaast is Nederland relatief gevoelig voor schokken op de huizenmarkt en in de bankensector. De afgelopen najaar gepubliceerde *Schokproef overheidsfinanciën* laat zien dat de overheidsschuld snel kan oplopen als deze risico's zich materialiseren.¹⁰

4 Structurele ontwikkelingen

Zoals eerder aangegeven is, het huidige Nederlandse schuldniveau in de naoorlogse geschiedenis niet uitzonderlijk. De snelheid waarmee de schuld de laatste jaren oploopt is dit wel. Bij ongewijzigd beleid neemt de schuld verder toe tot 76 procent bbp in 2015 (zie figuur 1).

Een belangrijk verschil met de vorige periode van hoge schuld is dat de potentiële groei nu een stuk lager ligt. Dit komt voornamelijk door demografische ontwikkelingen die ertoe leiden dat per saldo de komende jaren nauwelijks nog een groei van de beroepsbevolking wordt verwacht. Daarnaast laat ook de arbeidsproductiviteit al decennia lang een dalende trend zien.¹¹ Hierdoor kan Nederland zich niet, in tegenstelling tot het verleden, 'uit de schuld groeien'. Het economisch gewicht van de huidige schuld weegt daardoor zwaarder op toekomstige generaties van werkenden. Recentelijk heeft DNB voorgerekend dat bij een potentiële groei van 1,5 procent, een jaarlijkse inflatie van 2 procent en een jaarlijks tekort van 3 procent de overheidsschuld zal convergeren naar bijna 90 procent bbp.¹²

Figuur 1. EMU-schuld en potentiële groei Nederland



Bron: Ministerie van Financiën voor EMU-schuld; Europese Commissie voor reeks potentiële groei.

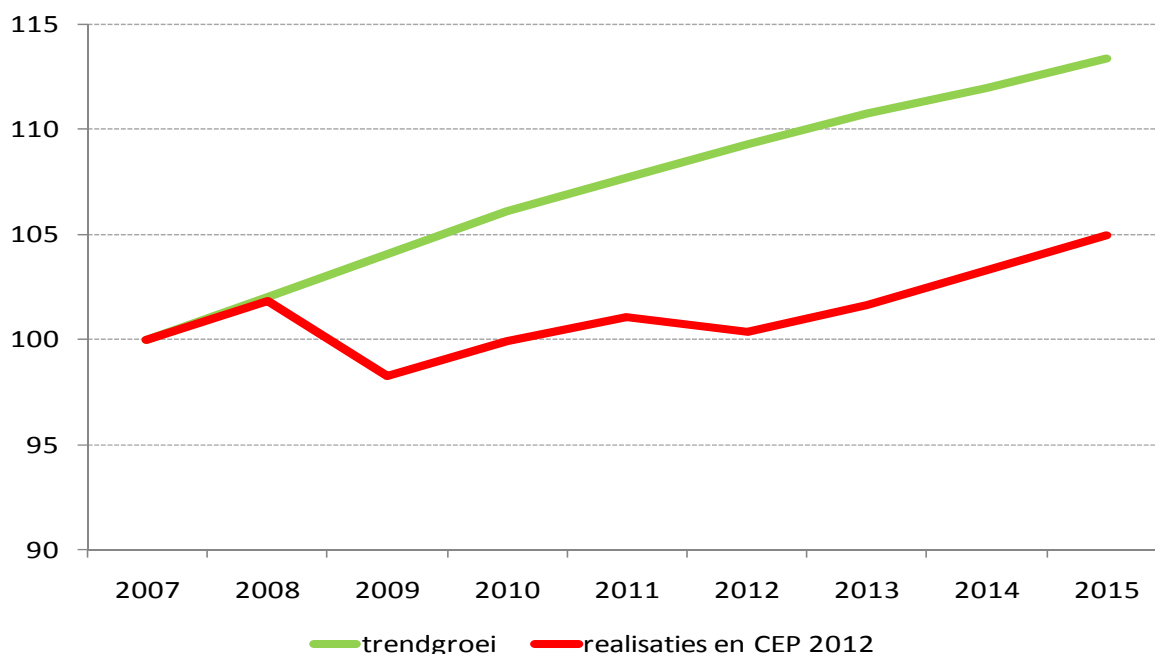
¹⁰ Ministerie van Financiën (2011), *Schokproef overheidsfinanciën*.

¹¹ Zie de bijdrage van Bart van Ark in de Pre-adviezen van de KVS in 2011.

¹² DNB "Sanering Nederlandse overheidsfinanciën kan geen uitstel velen".

Een bijkomend probleem is dat Nederland het grootste deel van het bbp-verlies als gevolg van de financiële crisis waarschijnlijk niet meer zal inhalen, in elk geval niet in deze kabinetsperiode (zie figuur 2). Hierdoor zijn onze uitgaven, die uitgingen van een hoger bbp, structureel uit de pas gaan lopen met onze inkomsten, die wel mee-ademen met de bbp-ontwikkeling. Het resultaat is dat het EMU-saldo sinds het uitbreken van de crisis sterk negatief is; de stimulans die uitgaat van de tekorten loopt cumulatief tegen de 100 miljard euro in de jaren 2009 tot en met 2011. Voor een economie met een omvang van ongeveer 600 miljard euro is dit een buitengewoon groot cijfer. De gevolgen laten zich niet alleen gelden in het EMU-saldo, maar ook in het toenemende beslag van de overheid op de economie. Bij het regeerakkoord van het kabinet-Rutte werd ingezet op een kleinere overheid, maar het financiële beslag van de overheid is blijven stijgen en bedraagt nu ruim 50 procent bbp, zo'n vijf procentpunt hoger dan voor de crisis. Dit is het hoogste niveau sinds 1996.

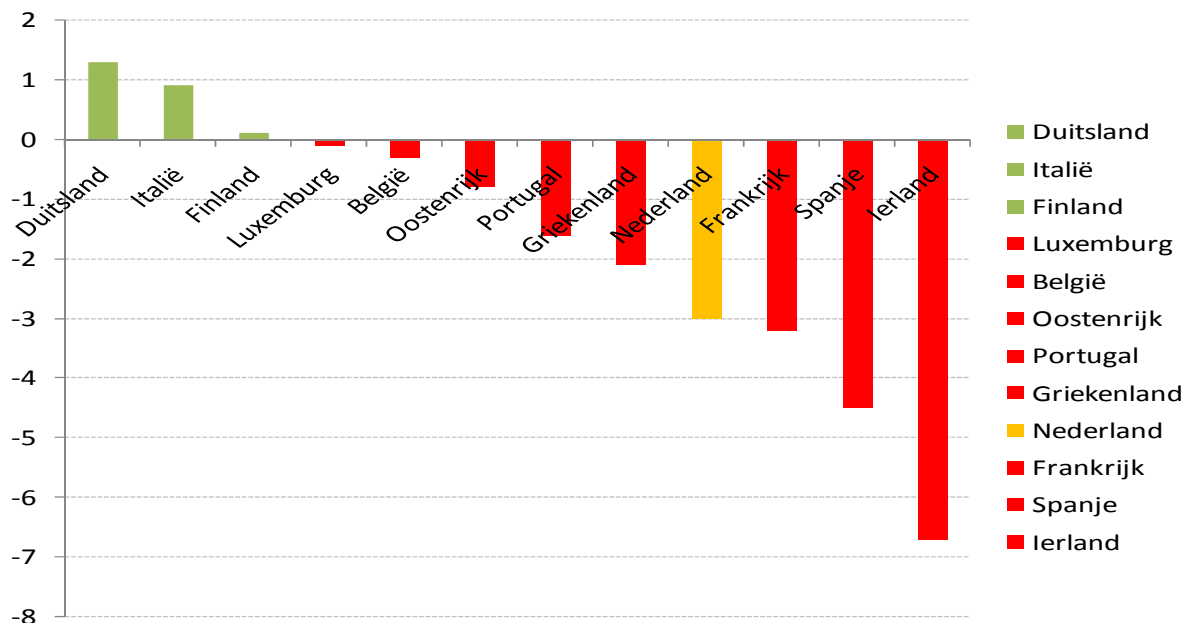
Figuur 2. Gevolgen financiële crisis op bbp Nederland



Toelichting: Voor de groene lijn is de gemiddelde groeiraming van het CPB in de MLT's van 2006 (voor 2008-2010) en 2011 (voor 2011-2015) genomen. De eerste MLT hield geen rekening met de financiële crisis, de tweede MLT hield geen rekening met de huidige recessie. De rode lijn geeft de feitelijke ontwikkeling van het bbp voor 2008-2011 en gebruikt voor 2012-2015 de meest recente inschatting volgens het Centraal Economisch Plan 2012.

Dat de overheidsfinanciën er structureel slecht voorstaan blijkt ten slotte ook uit het primaire saldo, het feitelijk saldo gecorrigeerd voor de rentelasten. Binnen het eurogebied laten niet alleen Duitsland en Finland een beter saldo dan Nederland zien, maar ook landen als Italië, en zelfs Portugal en Griekenland (zie figuur 3).

Figuur 3. Primair EMU-saldo eurolanden in 2011



Bron: CPB voor Nederland en Europese Commissie

5 Een grotere rol van financiële markten

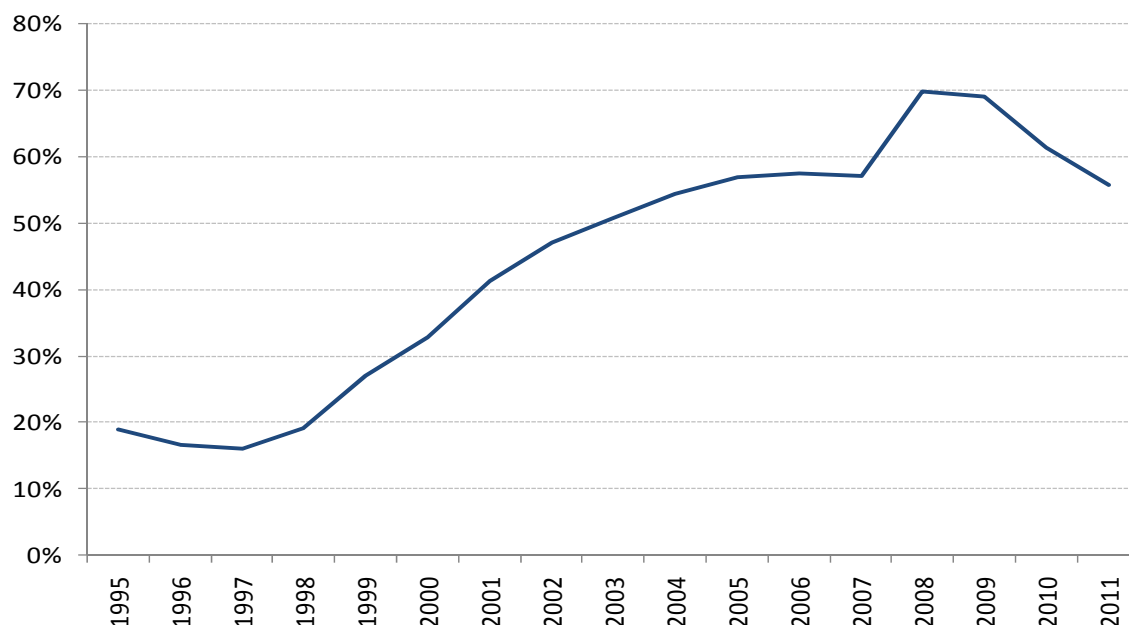
De financiële crisis van slecht begrepen gestructureerde producten is geworden tot een schuldencrisis van zeer welbegrepen Europese staatsobligaties. 2011 stond niet langer in het teken van financiële instellingen die gesteund moesten worden, maar van Europese overheden die noodleningen nodig hadden om niet in wanbetalingstatus terecht te komen. De rentes op overheidsobligaties bleken tijdens het jaar ook sterk volatiel. Met andere woorden, de overheidsfinanciën van Europese lidstaten liggen onder het vergrootglas van de financiële markten.

Wat is er onderliggend veranderd? Ontegenzeggelijk is er een langjarige trend naar grotere integratie van kapitaalmarkten: wij hebben meer bezittingen in het buitenland en het buitenland heeft meer bezittingen in Nederland. Rhaguram Rajan, een van de weinige economen die vroegtijdig waarschuwden voor de kredietcrisis, laat in zijn paper *'Has Financial Development made the World Riskier?'* uit 2005 zien hoe de totale buitenlandse activa als percentage van het wereld bbp verzevenvoudigd is in de laatste dertig jaar van de vorige eeuw. Deze ontwikkeling van financiële markten biedt veel welvaartsvoordelen. Diepere markten betekenen immers een groter aanbod van kapitaal en geïntegreerde markten kunnen voorzien in een bredere spreiding van specifieke risico's. Dezelfde groei en toenemende verwevenheid van de financiële markten kunnen echter zorgen voor meer pro-cycliciteit en een grotere blootstelling aan systeemshokken (p. 346).

De ontwikkelingen die Rajan schetst hebben zich ook voorgedaan in Nederland. Zo is het buitenlandse bezit van Nederlandse overheidsschuld sinds het midden van de jaren negentig zeer fors toegenomen (zie figuur 4). Dit impliceert een betere risicospreiding voor zowel buitenlandse als Nederlandse beleggers. Tegelijkertijd maakt het de Nederlandse overheid wel kwetsbaarder voor het internationale sentiment op de obligatiemarkt. Het is in dit opzicht interessant om op te merken dat het percentage overheidsschuld in buitenlands bezit sinds de economische neergang in 2009 redelijk snel terugloopt. Het blijkt dat buitenlandse partijen hun bezittingen terugbrengen, in totaal

met zo'n 15 miljard euro. Binnenlandse partijen, vooral banken, pensioenfondsen en verzekeraars, hebben echter ruim 80 miljard euro extra belegd in Nederlandse overheidsschuld. Het is de vraag in hoeverre Nederlandse partijen de komende jaren bereid en in staat zullen blijven om een stijgende schuld van Nederland te financieren.

Figuur 4. Buitenlands bezit Nederlandse overheidsschuld (in %)



Bron: CBS.

Zorgwekkend is dat de recente geschiedenis ons heeft geleerd dat hier sprake kan zijn van instabiele evenwichten, waarbij landen het vertrouwen snel kunnen verspelen en maar moeilijk kunnen terugwinnen (getuige de omvangrijke omhoog- en hervormingspakketten van bijvoorbeeld Italië en Spanje). Nederland heeft een sterke reputatie als het gaat om gezonde overheidsfinanciën. Dit ondanks het feit dat ons land met een welvaartsvaste AOW en kostbare AWBZ relatief sterk bloot staat aan de financiële gevolgen van de vergrijzing. De grotere rol die buitenlandse obligatiehouders hebben maakt het des te belangrijker om de internationale reputatie van Nederland als een zeer kredietwaardig land overeind te houden.

6 Conclusie

In de recente literatuur en publieke discussie wordt soms gewezen op de gevaren van excessief bezuinigen. Het gevaar zou bestaan dat de economie 'kapot wordt bezuinigd'. De Nederlandse economie staat er in vele opzichten goed voor, te denken valt bijvoorbeeld aan de goed opgeleide beroepsbevolking, de goede infrastructuur en het aantrekkelijk vestigingsklimaat.¹³ Een omhoogoperatie zal op korte termijn negatieve bestedingseffecten hebben, maar zal deze positie niet fundamenteel veranderen. Daarbij betekent het onder controle brengen van het begrotingstekort naar een niveau dat

¹³ Zie bijvoorbeeld de periodieke publicaties van het Sociaal en Cultureel Planbureau (*De Sociale Staat van Nederland*) of het CBS (*De Nederlandse Economie*).

binnen de grenzen van het Stabiliteits-en Groeipact valt nog steeds dat de economie per saldo wordt gestimuleerd.

Dit artikel betoogt dat het bij een vergrijzende bevolking en lagere potentiële groei van groot belang is om liever vandaag dan morgen een stap te zetten richting toekomstbestendige overheidsfinanciën. Het stimuleren van de economie via een actief begrotingsbeleid heeft in de 2008/2009 crisis een revival meegemaakt, maar verdient geen navolging op dit moment. Dit zou een beleid betekenen van schuld op schuld stapelen, terwijl de financiële markten eurolanden in toenemende mate afstraffen voor oplopende schulden. Bovendien laten recente inzichten uit de literatuur zien dat de effectiviteit van begrotingsbeleid vermindert en zelfs negatief kan worden bij te hoge schuld niveaus.

In dit artikel bleef de aandacht beperkt tot het begrotingsbeleid in de macrosfeer. In de discussie over de invulling van tekortverbeterende maatregelen wordt vaak gesproken over een mogelijke afruil tussen bezuinigingen en hervormingen. Deze afruil bestaat slechts in zeer beperkte mate. Gezien de grote omvang van de budgettaire opgave zullen de groei-effecten van hervormingen niet voldoende zijn om de overheidsfinanciën op orde te brengen.¹⁴

Emiel Afman
Clement van de Coevering

* Ministerie van Financiën. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

Literatuur

Akerlof, G.A. (2007), The Missing Motivation in Macroeconomics, *American Economic Review*, 97(1), pp.5–36.

Ark, van B. (2011), De hardnekkigheid van het Nederlandse productiviteitsprobleem, In: *De economische toekomst van Nederland*, Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde Preadviezen 2011, Sdu uitgevers, Den Haag.

Auerbach, A. en Gorodnichenko, Y. (2012), Fiscal Multipliers in Recession and Expansion, NBER Chapters, in: *Fiscal Policy after the Financial Crisis*, National Bureau of Economic Research.

Barro, R.J. (1974), Are Government Bonds Net Wealth?, *Journal of Political Economy*, 82(6), pp. 1095-1117.

Beetsma, R. (2011), Na de crisis: begrotingsbeleid en institutionele aanpassingen in de Europese Unie, *Jaarboek Overheidsfinanciën 2011*, hoofdstuk 6, pp.119-136.

Cecchetti, S.G., Mohanty, M.S. en Zampolli, F. (2011), *The real effects of debt*, BIS Working Paper, 352.

¹⁴ Zie bijvoorbeeld DNB, *Sanering Nederlandse overheidsfinanciën kan geen uitstel velen*, of houdbaarheidsvarianten in CPB Vergrijzing Verdeeld.

- CPB, *Saffier II*, 1 model voor de Nederlandse economie, in 2 hoedanigheden, voor 3 toepassingen. CPB document No 217.
- CPB, *Vergrijzing Verdeeld*, maart 2010.
- Colander, D.C. en Landreth, H. (1994), *History of Economic Thought*, Third Edition, Houghton Mifflin Company.
- Donders (2012), Het Spaaroverschot van Nederland, *Tijdschrift voor Openbare Financien*, jaargang 44, 2012, nummer 1, Wim Drees Stichting voor Openbare Financien.
- Hansen, A.H. (1953), *A guide to Keynes*, McGraw-Hill Book Company.
- Ilzetzki, E., Mendoza, E.G., Végh, C.A. (2010), *How Big (Small?) are Fiscal Multipliers?*, NBER Working Paper No. 16479.
- IMF (1980), Netherlands-Staff report for the 1980 article IV examination.
- Kumar, M.S. en Woo, J. (2010), *Public Debt and Growth*, IMF Working Paper, 10:174.
- Lucas, R.E. en Sargent, T.J (1978) After Keynesian macroeconomics. In: *After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment*. Boston: Federal Reserve of Boston.
- Miljoenennota (1975)*, Rijksbegroting over Dienstjaar 1975, Nota over toestand van 's Rijks financiën, aangeboden op 17 september 1974. Kamerstukken II 1974-1975, nr 1.
- Ministerie van Algemene Zaken, Werken aan toekomst, een aanvullend beleidsakkoord bij 'samen werken, samen leven', 25 maart 2009.*
- Ministerie van Financien, *Evaluatie Stimuleringsmaatregelen*, brief aan de Tweede Kamer der Staten Generaal, 16 september 2011. Kamerstukken II 2010-2011 33000-32.
- Ministerie van Financien (2011), *Schokproef overheidsfinanciën*, Een risicoanalyse van de Nederlandse begroting, September.
- OECD (1976), *Economic Survey The Netherlands*.
- OESO (1979), *Economic Survey The Netherlands*.
- Rajan, R. (2005), *Has Financial Development made the World Riskier*, Proceedings of the 2005 Jackson Hole Conference organized by the Kansas City Fed.
- Reinhart, C.M. en Rogoff, K.S. (2009), The Aftermath of Financial Crises, *American Economic Review*, American Economic Association, 99(2), pp.466-72.
- Reinhart, C.M. en Rogoff, K.S. (2010), Growth in a Time of Debt, *American Economic Review* 100 (2), pp.573-578.
- Suyker, W. (2011), *Begrotingsmultipliers - overzicht van recente empirische publicaties*, CPB Achtergronddocument.