

Overheidsschulden in de val

Hoge schulden zijn de erfenis van een ongedisciplineerd budgettair gedrag uit het verleden. De huidige generatie wordt daar nu mee geconfronteerd. De combinatie van lage economische groei, onzekerheid over het te voeren beleid en hoge rente in de probleemlanden is hier debet aan. De keuzes lijken helder, maar de offers zijn groot.

**JELLE
MENSONIDES**
Oud-directielid van
ABP vermogensbe-
heer

De afgelopen decennia hebben veel overheden nagelaten hun budget op orde te brengen. De erfenis daarvan komt tot uitdrukking in de overheidsschuld. In het verleden waren oorlogssituaties vaak de oorzaak van hoge overheidsschulden, maar dat is nu niet het geval, met uitzondering wellicht van Duitsland dat de lasten van de eenwording van 1990 moest verwerken. Begrotingsoverschotten zijn zeldzaam: Nederland heeft sinds 1950 veertien keer een overschot gehad, waarvan acht in de jaren vijftig van de vorige eeuw.

Voor de beoordeling van de financiële gezondheid van een land speelt naast de overheidsschuld de schuldsituatie van andere sectoren, zoals huishoudens, bedrijven en de banksector, een belangrijke rol. Een groot deel van de aanpassingen van te hoge schulden in een economie, de *deleverage*, komt echter uiteindelijk voor rekening van de overheid. Om een indruk te krijgen over de toekomstige schuldontwikkeling wordt een schatting gemaakt van de overheidsschulden in 2020 voor de eurozone, voor het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en Japan. Deze aanpak wijkt af van de jaarlijkse Fiscal Monitor van het IMF, waarin een vooruitblik op kortere termijn wordt gegeven op

ontwikkeling van de overheidsschulden. Andere studies kijken meer naar de houdbaarheid van de overheidsschuld op langere termijn (Cecchetti *et al.*, 2010; Auerbach, 2011). Met het schuldenniveau en primair tekort van 2011 als uitgangspunt, kan worden aangetoond dat een aantal overheden in een schuldenva (debt trap) zit of dreigt terecht te komen. Dit betekent dat zij meer schulden maken om oude schulden af te lossen.

SCHULDFACTOREN

Schuldaflossing en betaling van de rentelasten zijn gemakkelijker wanneer er sprake is van een structurele economische groei. Domar (1944) heeft al nagedacht over dit fenomeen toen de Amerikaanse overheidsschuld door de oorlogsspanning een niveau bereikte van 110 procent van het bruto binnenlands product (bbp) en de vraag opkwam of zo'n schuldumfang een last voor de economie dreigde te worden.

Voor de schuldenanalyse wordt gebruikgemaakt van het begrip 'primair tekort' dat gelijk is aan het verschil tussen de overheidsinkomsten en overheidsuitgaven exclusief de rentelasten. Het EMU-tekort, de norm voor het Verdrag van Maastricht, komt overeen met het primaire tekort inclusief de rentelasten. De schuld kan nu gedefinieerd worden als de som van de rentelasten en het primaire tekort:

$$D = (1 + r) \times D_{-1} + F + X \quad (1)$$

Hierbij is D de overheidsschuld; r de gemiddelde rentevoet op de overheidsschuld, F het primaire tekort en X de factor 'overig'. Het subscript (-1) verwijst naar een jaar terug. Als F en X positief zijn betekent dit een verhoging van de schuld. De factor 'overig' hangt samen met het feit dat financiële transacties in de vermogenssfeer niet onder het primaire tekort vallen, maar wel invloed hebben op de schuld. Dat geldt ook voor waardeveranderingen van overheidsschuld uitgedrukt in buitenlandse valuta. Onder X vallen eveneens de resultaten van de seigniorance. Dat zijn de opbrengsten die

de overheid krijgt omdat zij het alleenrecht heeft geld te creëren. Dit laatste maakt dat schulduitgifte van een overheid via het opkopen van haar centrale bank nagenoeg gratis is. De rentebetalingen op de schuld worden namelijk via dividendbetaling van de centrale bank weer terug ontvangen. De invloed van de nominale groei van de economie kan worden meegenomen door vergelijking (1) te delen door het bbp. Het eindresultaat wordt:

$$d = \frac{1+r}{1+p+g} \times d_{-1} + f + x \quad (2)$$

De variabelen d , f en x zijn uitgedrukt als percentage van het bbp. Verder is p de prijsstijging en g de reële groei van het bbp. Afhankelijk van de waarde van de breuk in vergelijking (2) is er sprake van een stabiele, explosieve of dempende schuldquote. Als de breuk gelijk is aan 1, groeit de schuldquote jaarlijks met het primaire tekort en de factor 'overig'. Als de breuk hoger is dan 1, zal de schuldquote steeds groter worden, de snelheid is afhankelijk van het verschil tussen de rente en de nominale bbp-groei en van f en x . Een dempende beweging kan ontstaan als de breuk kleiner is dan 1.

Uit vergelijking (2) volgt het indirecte belang van de groei van het nationaal inkomen ten opzichte van de rente voor de schuldquote. Het directe belang van de groei komt tot uitdrukking in de hoogte van het primair tekort: bij een hogere groei worden meer belasting ontvangen en een minder groot beroep op sociale uitkeringen gedaan. Ligt de nominale rente hoger dan de nominale bbp-groei, dan ontstaat een toenemende last voor de samenleving (*social burden*); de omvang is bij benadering gelijk aan $(r-p-g) \times d$ (Pasinetti, 1998). Vergelijking (2) ligt ook ten grondslag aan de schuldquote van zestig procent bbp en de EMU-tekortdoelstelling van drie procent bbp van het Verdrag van Maastricht. Daarbij zijn verschillende combinaties van schuld en EMU-tekort mogelijk die elk, afhankelijk van de uitkomst van de breuk, een specifiek primair tekort of overschot kennen.

DE SCHULDENQUOTE IN 2020

Voor de EMU landen is het nieuwe groei- en stabiliteitsverdrag van kracht. Dit nieuwe beleidskader vereist dat het EMU-tekort teruggebracht wordt tot maximaal 0,5 procent bbp. Ook is opnieuw bevestigd dat landen met een schuldquote boven de 60 procent bbp deze schuld met 1/20 per jaar moeten reduceren (Europese Commissie, 2012).

In tabel 1 is een projectie gemaakt van de schuldquote in 2020 voor de landen in de eurozone, voor de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan. Naast de basisprojectie zijn enkele scenario's opgenomen die een indruk geven van een andere rente, lagere economische groei en hogere inflatie op de schuld. De cijfers in de tabel zijn niet bedoeld als exacte voorspelling maar bieden een indicatie van het beloop van de schulden. Voor de berekening van tabel 1 zijn de gemiddelde reële groei-cijfers en de gemiddelde prijsdeflator van het bbp over de periode 1999–2011 genomen (Europese Commissie). De Duitse groei is naar boven aangepast, want het gemiddelde cijfer voor dit land is in die periode erg laag. De prijsstijging voor de Zuid-Europese landen is verlaagd vanwege de veronderstelling dat deze landen een prijscorrectie moeten ondergaan om meer concurrerend te worden; voor de meeste overige landen zijn de prijzen iets opwaarts aangepast. Door afschrijvingen

van particuliere investeerders is de Griekse schuld in 2011 met ca 25 procent bbp teruggebracht. Aangenomen is dat de steun van Europa aan Griekenland, Portugal en Ierland wordt gecontinueerd.

BASISSCENARIO

De rente die in 2011 is betaald op de schuld is als uitgangspunt genomen. Voor de nieuwe schuld wordt de marktrente van maart 2012 genomen met aanpassingen voor Griekenland, Portugal en Ierland als gevolg van de Europese steunmaatregelen. Deze maatregelen hebben overigens een beperkte duur, namelijk tot 2015. Gegeven de ongunstige kredietstatus van de zwakkere Europese landen als Spanje en Italië, blijft de spreiding tussen de rente van deze landen en van de Duitse substantieel. Voor de berekening van de scenario's is gebruikgemaakt van vergelijking (2) waarbij in de basisprojectie de feitelijke schuld en het primair tekort van 2011 zijn gebruikt. Aangenomen is dat een derde van dit tekort een tijdelijk, conjunctuureel, karakter heeft dat in de volgende jaren wordt ingelopen.

Schuldquote in procenten van het bbp, en enkele scenario's

TABEL 1

	2011		2020		Mutaties ten opzichte van basisscenario in 2020		
	EMU tekort (1)	Overheidsschuld (2)	Basisscenario (3)	Aangescherpt EMU-tekort (0,5 procent) (4)	Rente +2 procent (5)	Eén procentpunt lagere reële groei bbp (6)	Inflatie plus één procent met rente-aanpassing (7)
België	-3,7	97	99	88	14	9	-3
Duitsland	-1,4	82	68	68	6	6	-4
Ierland	-10,8	108	158	104	19	12	-4
Griekenland	-9,4	133	152	98	13	14	-8
Spanje	-7,0	70	107	77	11	8	-4
Frankrijk	-6,0	85	108	87	12	9	-4
Italië	-4,2	120	146	113	19	14	-6
Nederland	-4,9	69	85	72	9	7	-3
Oostenrijk	-3,6	72	78	70	9	7	-3
Portugal	-6,2	102	147	107	12	13	-7
Finland	-1,1	49	51	50	6	4	-2
Verenigd Koninkrijk	-9,7	84	119	89	7	9	-5
Verenigde Staten	-10,3	101	121	94	12	9	-5
Japan	-7,3	206	259	220	36	23	-8
Eurozone 6	-4,3	89	101	83	11	10	-4

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Verder is verondersteld dat de hoogte van de factor 'overig' (x) een kwart lager ligt dan in de voorgaande periode. In de voorbije periode bedroeg x 0,5 tot 1 procent bbp per jaar. Reden voor deze aanpassing is de assumptie dat overheden niet weer steun hoeven te verlenen aan financiële instellingen in de periode tot 2020 en wellicht activa kunnen verkopen. Eventuele voorgenomen beleidsmaatregelen zijn niet meegenomen (kolom 3 in tabel 1); dat betekent bijvoorbeeld dat de resultaten van het Lenteakkoord in Nederland niet zijn verwerkt. Het basisscenario mag derhalve vanuit budgettaire oogpunt als een *worst case*-situatie worden aangemerkt. Uiteraard kunnen lagere groeicijfers en hogere marktrente dit nog verergeren. Vergelijking van de kolommen 2 en 3 laat de mutatie van de schuldquotes zien bij ongewijzigd beleid: deze zijn voor sommige landen aanzienlijk.

AANGESCHERPTE TEKORTDOELSTELLING

Als tweede scenario is de aangescherpte tekortdoelstelling van het nieuwe Stabiliteitspact doorgerekend onder dezelfde veronderstellingen als het basisscenario (kolom 4). Hoewel de landen buiten de eurozone een eigen budgettaire beleid hebben, is deze tekortdoelstelling ook op

Het is curieus dat de zuidelijke Europese landen het nieuwe Stabiliteitspact hebben getekend, wetende dat de inspanningen om dit doel te realiseren politiek nagenoeg onmogelijk zijn

die landen toegepast. Aangenomen is dat in 2020 de beoogde EMU-normering wordt gehaald, waarmee de landen acht jaar de tijd krijgen voor alle aanpassingen. Deze nieuwe doelstelling betekent voor bijna alle landen zeer forse (ombuigings)maatregelen omdat economische groei onvoldoende bijdraagt en de rente, gegeven die groei, relatief hoog is. Ondanks een aanzienlijke schuldreductie (verschil tussen kolom 3 en 4) blijft voor veel landen de schuld fors boven de norm van zestig procent. Ook de landen buiten de eurozone moeten omvangrijke maatregelen treffen. In dit verband is het curieus dat de zuidelijke Europese landen het nieuwe Stabiliteitspact hebben getekend, wetende dat de inspanningen om dit doel te realiseren politiek nagenoeg onmogelijk zijn. De tweede doelstelling van het Stabiliteitsverdrag om elk jaar 1/20 van de schuld te reduceren als de schuld hoger is dan zestig procent bbp, is nog niet meegenomen.

MUTATIES TEN OPZICHTE VAN HET BASISSCENARIO

In de kolommen 5 tot en met 7 zijn enkele varianten opgenomen om de rente- en groei-effecten op de schuldquote weer te geven. Deze zijn berekend ten opzichte van het basisscenario. In kolom 5 wordt de rente over de gehele periode met twee procentpunt verhoogd. De huidige reële rente ligt, met uitzondering van Japan, op een bijzonder laag niveau. Met deze renteaanpassing zou de reële rente in de buurt ko-

men van het gemiddelde van de laatste vijftig jaar. Voor Nederland neemt de schuldquote toe met 9 procentpunt. Bij rente-effect spelen twee factoren een rol: de hoogte van de schuld en het looptijdenbeleid van de overheid (*debt management*). Naarmate de gemiddelde looptijd van de schuld groter is, duurt het langer voordat een renteverhoging doorwerkt op de begroting. De gemiddelde looptijd van de Nederlandse schuld ligt bijvoorbeeld op bijna zeven jaar; de Verenigde Staten op zes jaar, maar voor het Verenigd Koninkrijk bedraagt deze looptijd bijna dertien jaar (IMF, 2012). De rentegevoeligheid van de overheidsschuld hangt mede af van het aandeel van aan inflatie gerelateerde obligaties in de schuldportefeuille. Deze obligaties hebben veelal een lange looptijd en het inflatiedeel wordt vaak aan de hoofdsom toegevoegd. Een niet onbelangrijk deel van de verplichting van deze schuld wordt daarmee naar de toekomst verschoven. In de overheidsstatistieken komt dit verschijnsel waarschijnlijk tot uitdrukking in de factor x van vergelijking (2). Meer inzicht is nodig in de onduidelijke, en soms grote, financiële stromen die x beïnvloeden en die buiten de EMU-norm vallen.

Een lagere groei van het bbp werkt onmiddellijk door op de overheidsschulden. Kolom 6 geeft dit weer. Verondersteld is dat de lagere economische groei neutraal uitwerkt op het primaire tekort, wat in de praktijk vaak niet het geval zal zijn. In kolom 7 wordt een schatting gemaakt van een verhoging van de prijsdeflator van het bbp. Daarbij is aangenomen dat de renteaanpassing de inflatie voor tachtig procent volgt. Schuldenlanden hebben, net als alle debiteuren, baat bij meer inflatie: inflatie erodeert schulden. Voor Japan is het effect overduidelijk omdat dit land in een deflatie verkeert. Het effect op de rentelasten hangt samen met de snelheid waarmee de marktrente wordt aangepast aan de nieuwe inflatieverwachtingen en met het looptijdenbeleid van de overheden. Per saldo betekent een prijsstijging van het bbp dat landen hier initieel een klein voordeel van hebben (noemereffect op de hoofdsom), maar op langere termijn dit voordeel zien verdwijnen via hogere rente op de nieuwe leningen. Dit laatste hoeft niet op te treden wanneer financiële repressie wordt ingezet om de schuldenlast te verminderen. Na de Tweede Wereldoorlog tot in de jaren tachtig zijn verschillende vormen van financiële repressie toegepast in de ontwikkelde economieën, zoals lage nominale rente, kapitaaluitvoerrestricties, herstructureringen van leningen, die alle tot doel hadden de schuldenlast van de overheden te verminderen. In die periode was de economische groei ook zeer behulpzaam: zo kon Nederland na de Tweede Wereldoorlog de schuldquote van meer dan 180 procent in 1949 in tien jaar tijd terug brengen naar ruim tachtig procent bbp.

In tabel 1 zijn niet verwerkt de budgettaire claims die nog niet in de officiële cijfers zijn opgenomen. De groeiende kosten van vergrijzing ontbreken. Veel landen hebben daar onvoldoende op geanticipeerd of schatten de verplichtingen te laag in; deze kosten komen uiteindelijk bij de overheid. Andere claims zijn de steeds toenemende kosten van de gezondheidszorg. Uit studies blijkt dat al deze uitgaven een jaarlijks beslag kunnen leggen van gemiddeld 4,5 procent bbp op de begroting; voor de Verenigde Staten en Japan zelfs meer dan zes procent (Hauner *et al.*, 2007). Een derde claim in de eurozone zijn de directe kosten van ondersteuning en garantieverlening aan de zwakkere landen.

DISCUSSIE

Voor veel landen is sprake van een schuldenva, die zonder forse maatregelen of hogere economische groei moeilijk terug te brengen is. Uit onderzoek van Reinhart en Rogoff (2009) blijkt dat landen met overheidsschulden van meer dan negentig procent bbp op termijn een groeivertraging van het bbp laten zien. Uit tabel 1 blijkt dat veel landen de grens uit dit onderzoek al ver hebben overschreden. Deze landen komen in de vicieuze cirkel van een schuldenva. Uit de schuld groeien is een illusie (Reinhart en Rogoff, 2010). De financiële markten raken onzeker door deze schuldenva. Er treedt *debt intolerance* (Reinhart en Sbrancia, 2011) op als overheden inadequaat reageren. De volgende fase is kapitaalvlucht.

In de euforie van de euro hebben de financiële markten alle mogelijke kredietrisico's van overheden genegeerd. Was dit niet gebeurd, dan was de (potentiële) Europese schuldenproblematiek waarschijnlijk veel eerder opgemerkt omdat hogere rentes een prijssignaal afgeven (De Ridder, 2011) waarmee duidelijk wordt dat een *free lunch* niet mogelijk is. Daarnaast hebben toezichthouders onvoldoende ingegrepen en de Europese politici de verdragsregels niet nageleefd om te voldoen aan de voorwaarden van het Stabiliteitsverdrag. Nu is het te laat en zullen ombuigingen, financiële repressie en herstructurering van schulden het werk moeten doen. Dat zal waarschijnlijk ook voor de landen buiten de eurozone gelden. Keynes constateerde bijna honderd jaar geleden dat kwijtschelding van schulden uiteindelijk de enige remedie is om de negatieve gevolgen van de hoge schuldenlast op de reële economie te verlichten en sociale onrust te voorkomen (Miller en Skidelsky, 2012). Dit kwijtschelden vormt eigenlijk een groot moreel gevaar en een beloning voor slecht gedrag, maar de omstandigheden zullen daartoe nopen ter voorkoming van ernstiger ontwikkelingen. Recent onderzoek laat zien dat een verdeling van de schuldenlast over debiteuren en crediteuren bij een financiële crisis uiteindelijk leidt tot snellere aanpassingen in de economie, dan alle aandacht te richten op de aanpassingen van de debiteur (Mian *et al.*, 2012).

CONCLUSIE

De Verenigde Staten hebben nog circa twee jaren nodig om het deleverage-proces in de particuliere sector te voltooien (McKinsey Global Institute, 2012). Er moet dan wel voldoende economische groei tegenover staan. De Amerikaanse overheid zou zich vervolgens weer kunnen richten op tekort reducerende maatregelen. Onzeker is of de Amerikaanse politiek in staat is dit tekort snel terug te dringen en of de economische groei doorzet. In Japan is de schuldenpositie van de overheid op termijn explosief. Daar staat tegenover dat de private sector hoge besparingen heeft. Binnen de eurozone dreigt voor een aantal landen een onhoudbare situatie. De combinatie van lage economische groei, onzekerheid over het te voeren beleid en hoge rente in de probleemlanden is hier debet aan. Uiteindelijk geldt voor de hele eurozone dat alle aanpassingen per saldo aanleiding kunnen zijn tot omvangrijke inkomens- en vermogenstransfers.

LITERATUUR

- Auerbach, A.J. (2011) Long-term fiscal sustainability in major economies. *BIS Working papers*, 361.
- Cecchetti, S., M.S. Mohanty en F. Zampoli (2010) The future of public debt, prospects and implications. *BIS Working papers*, 300.
- Domar, E. (1944) The burden of the debt and the national income. *American Economic Review*, 34(4), 798–827.
- Europese Commissie (2012) *Treaty on stability, coordination and governance in the EMU*. Brussel: Europese Commissie.
- Hauner, D., D. Leigh en M. Skaarup (2007) Ensuring Fiscal Sustainability in G-7 Countries. *IMF Working Paper*, 2007(187).
- IMF (2012) *World economic and financial surveys: fiscal monitoring*. Washington: Internationaal Monetair Fonds.
- McKinsey Global Institute (2012) *Debt and deleveraging: uneven progress on the path to growth*. Washington: McKinsey Global Institute.
- Mian, A., A. Sufi en F. Trebbi (2012) Resolving debt overhang: political constraints in the aftermath of financial crisis. *NBER working paper*, 17831.
- Miller, M. en R. Skidelsky (2012) How Keynes would solve the eurozone crisis. *Financial Times*, 15 mei.
- Pasinetti, L. (1998) Public debt in the European Union countries: two ways of facing the problem. In: Krishnakumar, J. en E. Ronchetti (red.) *Panel data econometrics: papers in honour of Pietro Balestra*. Amsterdam: Elsevier, 317–328.
- Reinhart, C. en K. Rogoff (2009) *This time is different*. Princeton: Princeton University Press.
- Reinhart, C. en K. Rogoff (2010) Growth in a time of debt. *American Economic Review*, 100(2), 573–578.
- Reinhart, C. en M.B. Sbrancia (2011) The liquidation of government debt. *NBER working paper*, 16893.
- Ridder, P.B. de (2011) De eurozone in crisis. *ESB*, 96(4625), 762–765.