

Promotie

Veel economen werden door de Europese schuldencrisis verrast. Sinds de Tweede Wereldoorlog was geen OESO-land meer serieus in de problemen gekomen met zijn staatsschuld, waardoor het denken over dit onderwerp op een laag pitje stond. De laatste schuldencrisis was aanleiding voor urgente vragen over vorige schuldencrisis die tot op heden onderbelicht zijn gebleven: hoe ontstaan ze, wat voor gevolgen hebben ze en is het mogelijk met beleid de gevolgen te verzachten?

Daarnaast speelt sinds de schuldencrisis een tweede type vragen over faillissementsrisico's: hoe groot is de kans dat de overheid failliet gaat, wat voor gevolgen heeft het voor de economie dat die kans bestaat en wat betekent deze kans voor de vorm en effectiviteit van beleid? Dergelijke vragen zijn minder urgent dan het eerste type vragen, maar niet minder beleidsrelevant. Terwijl schuldencrisis zeldzaam zijn, kan de kans op zo'n crisis, weergegeven door het overheidsfaillissementsrisico, een dagelijks gegeven zijn. Het is dan ook verstandig dit risico in te schatten en de effecten van beleid op dit risico mee te nemen in de beleidsvoorbereiding en -beoordeling. Dit proefschrift draagt bij aan de beantwoording van dit type vragen.

Als eerste wordt empirisch gekeken naar het overheidsfaillissementsrisico van hoogontwikkelde economieën. Aangezien dit risico de kans in zich heeft dat de overheidsschuld niet meer te financieren is, zijn econometrische puntschattingen op basis van verwacht beleid meestal niet zo zinvol. Wel zinvol is een simulatie van de verwachte toekomstige verdeling van schuldniveau, een simulatie op basis van lange historische tijdreeksen die de verwachte reactie van de overheid op negatieve schokken meeneemt. Hiermee zijn al vóór een crisis landen met en landen zonder problemen te onderscheiden.

Een alternatief voor simulaties gebaseerd op lange historische tijdreeksen zijn de prijzen van risico in de financiële markt. Hoewel de voorspellende waarde van *Credit Default Swaps* (CDS) klein is, is het met gegevens over CDS wel mogelijk overdracht of besmetting van risico's tussen verschillende partijen in kaart te brengen. Met aannames over de volatiliteit van bank- en overheidsfaillissementsrisico is het mogelijk de spillovers en hun richting te identificeren. Het proefschrift kijkt naar Europese landen vanaf 2004. Er zijn aanwijzingen dat drie kanalen bijdragen aan de overdracht van risico's: houderschap van staatsobligaties door banken, impliciete bail-outgaranties voor banken, en verwevenheid van banken en landen met de conjuncturele fase van de economie. Voorts blijkt de perceptie van banken en overheden met de crisis te verande-



JASPER LUKKEZEN

Onderzoeker bij het Centraal
Planbureau

ren: vóór de crisis zijn overheids- en bankschuld meer substituten, daarna zijn ze meer complementen.

Als tweede worden de effecten onderzocht van overheidsfaillissementsrisico op de economie en de gevolgen van deze effecten voor beleid. Dit gebeurt met een algemeen evenwichtsmodel met rationele verwachtingen. In de literatuur is overheidsschuld gewoonlijk niet risicovol en heeft het niveau van de schuld geen invloed op het gedrag van huishoudens. De overheidsschuld beïnvloedt dus ook niet het prijspeil, en alleen via hogere rentebetalingen (niet hogere rentes) de overheidsfinanciën. Maar als overheidsschuld wél risicovol is, gaan huishoudens meer sparen, met gevolgen voor prijspeil en overheidsfinanciën. Door faillissementsrisico is veel meer coördinatie nodig tussen

de overheid en de centrale bank. Zonder faillissementsrisico is het voor de centrale bank voldoende om te weten dat de overheid de schuld onder controle houdt. Met faillissementsrisico is het ook nodig om te weten hoe ze dat doet. Uit het model blijkt dat een tekortdoelstelling richting geeft en deze coördinatie vergemakkelijkt.

In een uitbreiding van het model naar een open-economieomgeving wordt vervolgens gekeken naar de interactie tussen overheidsfaillissementsrisico en het wisselkoersregime. Dit werpt licht op de beperkingen die een monetaire unie oplegt aan de overheidsfinanciën. Als het faillissementsrisico van de overheid toeneemt, deprecieert een flexibele wisselkoers. Deze depreciatie stimuleert de export en dit gaat de destabiliserende werking van het faillissementsrisico tegen. Maar voor leden van een monetaire unie met hun vaste wisselkoers is dit stabilisatiekanaal niet beschikbaar. Zij zijn dus vatbaarder voor schuldencrisis en moeten beter letten op hun overheidsfinanciën.

Wat betekent dit concreet voor Nederland? Niet zo veel eigenlijk. Zowel uit simulaties op basis van lange tijdreeksen als uit financiële marktgegevens blijkt dat de overheidsschuld niet risicovol was tijdens de crisis. Er is dan ook geen reden om het beleid te laten bepalen door overheidsfaillissementsrisico. Dat risico vormt dan geen economische motivatie voor een tekortdoelstelling, evenmin als lidmaatschap van een monetaire unie extra risicovol is. Voor de probleemlanden ligt dit anders: daar is een tekortdoelstelling zinvol en brengt lidmaatschap van de eurozone risico's met zich mee voor de overheidsfinanciën.

LITERATUUR

Lukkezen, J. (2014) *From debt crisis to sovereign risk*. *TKI Dissertation Series*, 26.