

# Ruim begrotingsbeleid vereist sterke toekomstige schuldstabilisering

In een monetaire unie is ruim begrotingsbeleid op nationaal niveau soms nodig om land-specifieke schokken op te vangen. Als daardoor de staatschuld flink oploopt, kan dit de stabiliteit van de monetaire unie als geheel onder druk zetten. Hoe is dit te voorkomen?

**DENNIS BONAM**  
Econoom bij De  
Nederlandsche Bank

**BART HOBIJN**  
Hoogleraar aan  
Arizona State  
University

**N**a het uitbreken van de financiële en economische crisis is de staatsschuld in veel lidstaten van de Europese muntunie sterk opgelopen (figuur 1), zowel vanwege de werking van automatische stabilisatoren als vanwege discretionaire begrotingsmaatregelen. In sommige lidstaten bleek de budgettaire manoeuvreerruimte onvoldoende om, deels land-specifieke, schokken op te kunnen vangen en kwam de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in gevaar. Deze nationale schuldproblematiek bleek, vanwege de sterke internationale verwevenheid van (kapitaal)markten, grensoverschrijdende gevolgen te hebben, met gevaar voor de stabiliteit van de muntunie in zijn geheel.

## MACRO-ECONOMISCHE STABILITEIT

Deze gevaren voor macro-economische stabiliteit komen duidelijk naar voren uit de theoretische macro-economische literatuur: een stabiele economie stelt voorwaarden aan monetair en begrotingsbeleid. Zo

laat Leeper (1991) in een gestileerd model voor een gesloten economie zien dat macro-economische stabiliteit afhangt zowel van de agressiviteit waarmee de centrale bank middels monetair beleid haar inflatiedoel nastreeft, als van de mate waarin de overheid middels begrotingsbeleid haar schuld stabiliseert. Bergin (2000) laat zien dat dit resultaat ook geldt voor monetaire unies: stabiliteit vereist dat de gemeenschappelijke centrale bank zich richt op prijsstabiliteit op unie-breed niveau, terwijl ook de overheden van *alle* lidstaten zich richten op de stabiliteit van de nationale overheidschuld. Het institutionele raamwerk van de Economische en Monetaire Unie (EMU) heeft veel weg van deze constellatie: de Europese Centrale Bank (ECB) heeft als mandaat het bewaken van de prijsstabiliteit binnen de EMU als geheel, en het Stabiliteits- en Groeipact legt beperkingen op aan het nationale begrotingsbeleid en de schuldontwikkelingen van EMU-lidstaten.

De modellen van Leeper en Bergin zeggen echter niets over situaties waarin beleidsmakers, al dan niet tijdelijk, *niet* aan bovenstaande eisen voldoen. De stabiliteitsvoorwaarden, zoals beschreven door Leeper en Bergin, zijn gebaseerd op de aanname dat de centrale bank en de overheid *nooit* van beleid veranderen. Sterker nog, volgens het model van Bergin is een stabiele muntunie onmogelijk zodra slechts één lidstaat zich niet voldoende bekommert om beheersing van de overheidsschuld.

Echter, zoals recentelijk het geval was tijdens de crisis, het is in een monetaire unie denkbaar dat lidsta-

Deze bijdrage is gebaseerd op Bonam en Hobijn (2016)

ten zo nu en dan, tenminste tijdelijk, hun beleidsfocus verschuiven van schuldstabiliteit naar macro-economische stabiliteit, in het geval dat deze beleidsdoelen elkaar in de weg zitten. Een reden hiervoor is dat monetair beleid op nationaal niveau noch mogelijk noch geschikt is, waardoor lidstaten, bij het ontbreken van voldoende structurele economische flexibiliteit en andere kanalen van private risicodeling, gebruik moeten maken van *ruim begrotingsbeleid* om land-specifieke schokken op te vangen. Daarmee rijst de vraag of het mogelijk is om tijdelijk een ruim begrotingsbeleid te voeren, zonder dat daarmee de stabiliteit van de muntunie in gevaar komt.

### MODEL MET BELEIDSREGIMES

Om deze vraag te beantwoorden, generaliseren wij de stabiliteitsvoorwaarden van Leeper en Bergin door rekening te houden met mogelijke *wisselingen* in monetair en begrotingsbeleid. Wij gebruiken een simpel macro-economisch model voor een monetaire unie, bestaande uit twee landen. Ieder land bestaat uit huishoudens en een overheid. Monetair beleid wordt uitgevoerd op supranationaal niveau door een gemeenschappelijke centrale bank, terwijl begrotingsbeleid door elk land afzonderlijk op nationaal niveau wordt uitgevoerd door de overheid. Net zoals bij het huidige institutionele raamwerk van de EMU, volgen de centrale bank en de twee overheden *beleidsregels* om de prijs- en schuldstabiliteit te garanderen.

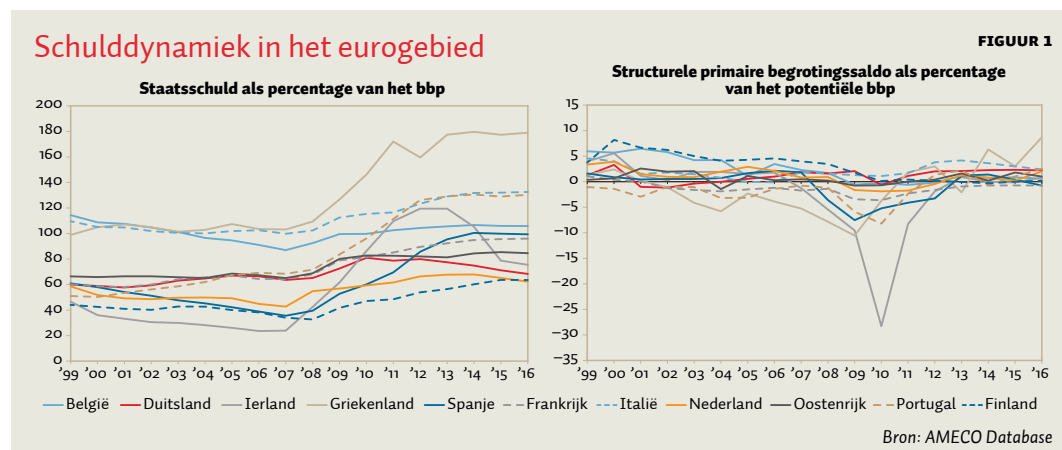
In het model kunnen beleidsmakers switchen tussen beleidsregels, wat verschillende combinaties van monetaire en begrotingsregels mogelijk maakt – deze duiden wij aan als *beleidsregimes*. Van belang is dat de huishoudens

bekend zijn met alle transitiemogelijkheden tussen de beleidsregimes, evenals met de kansen dat deze transities zich voordoen. De kans dat de economie swicht van het ene naar het andere beleidsregime beïnvloedt dus direct de *verwachtingen* van huishoudens, en daarmee ook de dynamiek en stabiliteit van de economie in dit model.

## Tijdens de crisis bleek nationale schuldproblematiek een gevaar voor de stabiliteit van de muntunie te vormen

Uitgangspunt van de analyse is het regime waarin een van de twee lidstaten een onvoldoende strikt begrotingsbeleid voert, waardoor de schuld oploopt. Verwachten huishoudens altijd in dit ruime begrotingsbeleidsregime te zitten dan kan, net als in Leeper en Bergin, een stabiel evenwicht niet ondersteund worden. Omdat er in ons model geswitcht kan worden tussen beleidsregimes, is het mogelijk om tijdelijk een ruim begrotingsbeleid te voeren, mits dat beleid in een alternatief regime sterker gefocust is op stabilisering van de staatsschuld.

We onderscheiden drie alternatieve beleidsregimes. In het eerste regime voeren alle overheden een strikt begrotingsbeleid en streeft de centrale bank naar prijsstabiliteit in de muntunie als geheel. In het tweede regime laat de centrale bank haar inflatiedoel los – dan



kan de staatsschuld zich stabiliseren doordat de hogere inflatie de staatsschuld in reële termen verlaagt (dit regime refereert aan de *Fiscal Theory of the Price Level*; Sims (1994) en Woodford 2001). Het derde regime wordt gekarakteriseerd door een *bailout*, waarbij de ene lidstaat de staatsschuld, of een deel ervan, van de andere lidstaat opkoopt. Vervolgens analyseren wij hoe

## Als een economie voldoende vaak switcht naar een alternatief regime, hoeft tijdelijk ruim begrotingsbeleid geen gevaar te vormen

de stabiliteit van het model afhangt van de kans dat de economie switcht tussen het ruime begrotingsbeleidsregime en een van de drie alternatieve regimes.

### BEVINDINGEN

Het tijdelijk voeren van een ruim begrotingsbeleid blijkt niet noodzakelijkerwijs een gevaar te vormen voor de stabiliteit van de muntunie, mits de economie voldoende vaak switcht naar een van de drie alternatieve regimes. Omdat de schuldgroei in de alternatieve regimes wordt vertraagd (via bezuinigingen, inflatie of een *bailout*) kan een bezoek aan een van deze regimes bijdragen aan stabiliteit, ook al zit de economie af en toe in het ruime begrotingsbeleidsregime waarin de schulddynamiek niet stationair is. Een hogere kans dat de economie switcht naar een alternatief regime beperkt het risico van een *self-fulfilling debt crisis*, waarbij verwachtingen van een onhoudbare staatsschuld zich vertalen in een daadwerkelijke onhoudbare staatsschuld via een stijging in de rente.

#### Bezuinigingen

Bevindt de economie zich vaak genoeg in het eerste alternatieve regime, waarin begrotingsbeleid sterker en geloofwaardig gericht is op schuldstabilisatie, dan is een tijdelijk bezoek aan het ruime begrotingsbeleidsregime mogelijk doordat een land een positief *fiscal track record* opbouwt in dit strikte regime. Een tijdelijke verruiming van het begrotingsbeleid, bijvoorbeeld onder

invloed van een negatieve schok, is in dat geval mogelijk, zonder aanleiding te hoeven geven tot spanningen op obligatiemarkten. Er bestaat dus een afruil tussen ruim begrotingsbeleid vandaag en strikt begrotingsbeleid in de toekomst. De 'hellingshoek' van deze afruil wordt bepaald door de duur en frequentie waarmee de economie zich in het strikte begrotingsbeleidsregime bevindt: hoe langer de economie een strikt begrotingsbeleid kent, des te gunstiger de afruil. Daarnaast hangt de afruil af van de mate van *striktheid* van het begrotingsbeleid zodra de economie zich in het strikte regime bevindt: hoe ruimer het begrotingsbeleid vandaag, des te strikter het begrotingsbeleid in de toekomst zal moeten zijn om stabiliteit te garanderen.

#### Inflatie

Een sprong naar het tweede alternatieve regime, waarin de centrale bank de overheidsschuld de facto monetariseert, draagt eveneens bij aan stabilisering van de staatsschuld, in dit geval via een toename in de inflatie en een daling in de *reële* schuldgroei. Ook hier is er sprake van een afruil: hoe langer de economie zich in het ruime begrotingsbeleidsregime bevindt, des te sterker de schuldgroei en des te harder de centrale bank de inflatie dus moet laten oplopen om stabiliteit te waarborgen. Een belangrijk nadeel van een sprong naar dit alternatieve regime is dat het gepaard gaat met hogere (en langdurige) inflatie in de *gehele* muntunie en daarmee dus de welvaart (in termen van prijsstabiliteit) van alle lidstaten beïnvloedt.

#### Bailout

In het derde alternatieve regime, waarin de schuld van het land dat een ruim begrotingsbeleid voert (deels) wordt opgekocht door de andere lidstaat in de vorm van een *bailout*, blijft een effect op inflatie uit, maar is er sprake van *welvaartsverdeling* tussen de twee lidstaten. Immers, de belastingen in het ene land moeten omhoog om de *bailout* voor het andere land te financieren. Hoe langer de economie zich in het ruime begrotingsbeleidsregime bevindt, des te groter de vereiste *bailout* en dus des te omvangrijker de herverdeling tussen de lidstaten.

Een manier om de negatieve externaliteiten die gepaard gaan met de twee laatste alternatieve regimes te verminderen, is het invoeren van een herstructureringsstelsel waarbij, alvorens een lidstaat een beroep kan doen op steunmaatregelen, een deel van de overheidsschuld wordt afgeschreven. Hiermee zullen private obligatiehouders meer delen in de risico's, waardoor de

marktdiscipline wordt versterkt en de druk op de belastingbetaler afneemt.

## CONCLUSIE

Het model is sterk gegeneraliseerd, maar werpt wel licht op de beleidsmaatregelen die door de overheden en de ECB zijn genomen tijdens de Europese schulden-crisis. In reactie op de sterke stijging van de overheids-tekorten heeft een aantal landen forse bezuinigingen doorgevoerd om de kredietwaardigheid hoog en rentespreads laag te houden. Ons experiment, waarin de economie switcht naar het eerste alternatieve beleidsregime met strikt begrotingsbeleid, is hier een voorbeeld van. Dit experiment laat zien dat dergelijke maatregelen voldoende frequent en geloofwaardig moeten zijn om stabiliteit te kunnen garanderen.

Een concreet voorbeeld uit de praktijk is Ierland waar, deels onder begeleiding van het Internationaal Monetair Fonds en de Europese Commissie, omvangrijke bezuinigingsmaatregelen zijn aangekondigd en uitgevoerd. Deze maatregelen hebben bijgedragen aan een verlaging van de risicopremie op de Ierse staats-schuld, wat binnen de context van ons model kan worden geïnterpreteerd als een toename van de kans op een switch naar een strikt begrotingsbeleidsregime. In Griekenland ontbrak een voldoende positief fiscal track record en hebben dergelijke maatregelen niet kunnen bijdragen aan het herstel van de kredietwaardigheid.

Naast bezuinigingen speelden tijdens de schulden-crisis ook aanpassingsprogramma's vanuit de Europese Financiële Stabiliteitsfaciliteit en het Europees Stabi-liteitsmechanisme een belangrijke rol bij de stabilisering van de staatsschuld, wat refereert aan ons experiment waarbij de economie switcht naar het bailout-regime. Daarnaast heeft de ECB het *Outright Monetary Transactions*-programma in leven geroepen waarin zij onder strenge voorwaarden staatsobligaties opkoopt, met als doel buitensporige divergentie in de rentespreads

binnen het eurogebied te voorkomen (Gilbert en Freriks, 2017). Net als in het tweede alternatieve regime in ons experiment, dient de centrale bank in dit geval als *backstop* voor overheden. Om de integriteit van de muntunie te waarborgen, en moreel risico en periodes van zeer hoge inflatie te vermijden, is het van belang dat lidstaten zich blijven inzetten voor de langetermijn-houdbaarheid van hun overheidsfinanciën.

Wat deze maatregelen duidelijk maken, is dat een begrotingsdiscipline en een goed fiscal track record belangrijke steunpilaren vormen voor de stabiliteit van een monetaire unie. Daarnaast is er ook een breed en flexibel institutioneel beleidsraamwerk nodig om de schokbestendigheid van de muntunie te garanderen. Om die reden zijn, in reactie op de Europese schulden-crisis, de begrotingsregels verscherpt en nieuwe regels geïntroduceerd die de opbouw van macro-economische onevenwichtigheden tegengaan. Verder helpt het Europees Stabiliteitsmechanisme kapitaalvlucht te voorkomen, en draagt de bankenunie bij aan het doorbreken van de verwevenheid tussen banken en overheden.

## LITERATUUR

- Bergin, P.R. (2000) Fiscal solvency and price level determination in a monetary union. *Journal of Monetary Economics*, 45(1), 37–53.
- Bonam, D. en B. Hobijn (2016) *Generalized stability of monetary unions under regime switching in monetary and fiscal policies*. DNB Working Paper, 524.
- Gilbert, N. en J. Freriks (2017) De centrale bank als backstop voor overheden. *ESB*, 102(4748), 189–191.
- Leeper, E.M. (1991) Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies. *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129–147.
- Sims, C.A. (1994) A simple model for study of the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy. *Economic Theory*, 4, 381–399.
- Woodford, M. (2001) Fiscal requirements for price stability. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 33(3), 669–728.

## In het kort

- ▶ Een tijdelijk ruim begrotings-beleid hoeft de stabiliteit van de muntunie niet in gevaar te brengen.
- ▶ De muntunie blijft stabiel als toekomstig beleid zich sterker en vaak genoeg richt op schuldstabilisering.
- ▶ Een breed en flexibel institu-tioneel beleidsraamwerk is nodig om de schokbestendigheid van de muntunie te garanderen.