



Tekort-financiering: altijd vervelend

Auteur(s):

Spijkerman, E.B.
Jansen, P.W.

Beide auteurs werken bij de directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen van het ministerie van Financiën. e.b.spijkerman@minfin.nl

Verschenen in:

ESB, 88e jaargang, nr. 4406, pagina 281, 13 juni 2003

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

overheidsfinancien

Het debat is in volle gang. Leiden begrotingstekorten nu wel of niet tot een hogere rente? En schaadt een gebrek aan begrotingsdiscipline nu wel of niet de welvaart van een land? In een in december 2002 verschenen artikel beantwoorden William Gale en Peter Orszag van The Brookings Institution beide vragen met een volmondig ja¹. Hun artikel heeft veel aandacht gekregen, mede omdat de publicatie ervan min of meer samenviel met de aankondiging van het economisch stimuleringspakket van president Bush. Het artikel geeft een overzicht van de wijze waarop in de economische theorie tekorten van de overheid samenhangen met het nationaal inkomen. Aan de hand van empirische studies schetsen Gale en Orszag het verband tussen overheidstekorten en rente. Ten eerste constateren ze dat hogere tekorten ceteris paribus samengaan met lagere nationale besparingen. Een afname van de nationale besparingen leidt per definitie tot een geringere mate van kapitaalvorming, omdat de omvang van fondsen beschikbaar voor investeringen afneemt (in het binnenland dan wel in het buitenland)². Lagere binnenlandse investeringen remmen de groei van de productiecapaciteit en schaden de potentiële groei, terwijl een geringere kapitaaluitvoer naar het buitenland het verdiende kapitaal-inkomen reduceert. Linksom of rechtsom, de toekomstige welvaart staat onder druk. In de tweede plaats wijzen de auteurs naast dit volume-effect op een prijseffect. Lagere besparingen hebben tot gevolg dat de reële rente stijgt, met als gevolg verdringing van veelal rendabelere particuliere investeringen door overheidsbestedingen ('crowding out'). Ook dit schaadt de welvaart. Modellen die alleen uitgaan van feitelijke tekorten vinden geen bewijs voor een renteopdrijvend effect. Dit effect wordt wel gevonden als gekeken wordt naar begrotingsposities op langere termijn. Dit wijst er op dat structurele begrotingsposities belangrijker zijn voor de rente dan (tijdelijke) tekortschommelingen. Tijdelijke tekorten kunnen in andere jaren worden gecompenseerd door overschotten. Over een meerjarige periode zijn er dan netto geen tekorten. Het betekent ook dat maatregelen die pas op termijn budgettaire effecten hebben - zoals het permanent maken van een tijdelijke belastingverlaging - leningen nu al duurder maken. Omdat financiële markten vooruitkijken, legt een gebrek aan begrotingsdiscipline dus een hypotheek op de toekomst. Gale en Orszag laten daarnaast zien dat zelfs voor een land als de vs, met kapitaalmarkten die volledig geïntegreerd zijn in de wereldeconomie, kapitaal-invoer de door tekortfinanciering opgeroepen rentestijging niet geheel kan neutraliseren. Vermoedelijk speelt hierbij een rol dat de vs een grote speler is op het financiële wereldtoneel, waardoor slappe Amerikaanse budgettaire knieën negatieve externe effecten op andere landen hebben via een hogere wereldrente. Hun conclusies lijken ook om die reden relevant voor Europa. Het Europese begrotingsbeleid, gericht op stabiliteit op de lange termijn, kan door gebrek aan discipline buiten Europa worden tegengewerkt. Een nadeel van de voortschrijdende mondialisering? Het maakt in ieder geval duidelijk dat binnen Europa vooral kleinere landen als Nederland gebaat zijn bij een systematiek als het stabiliteits- en groeipact, zodat de negatieve externe effecten die grotere landen met hun tekortfinanciering veroorzaken, geminimaliseerd worden. Hoewel het in dit licht jammer is dat de vs niet aan het stabiliteitspact gebonden zijn, laten Gale en Orszag zien dat financiële markten, en vooral ook instellingen die de kredietwaardigheid analyseren, voldoende onderscheid maken tussen de gedisciplineerde en de minder gedisciplineerde jongetjes van de klas. Omdat verschillende factoren tegelijkertijd de rente beïnvloeden, is een oppervlakkige beschouwing van de relatie tussen overheidstekorten en rente misleidend. De huidige situatie is illustratief: terwijl het Amerikaanse begrotingssituatie tussen 2000 en 2002 per saldo met 4,8 procent van het bbp verslechterde en ook het Europese begrotingssaldo met 2,3 procent verminderde, daalde de Amerikaanse lange rente met ruim 1,4 procentpunt en die in het eurogebied met gemiddeld een half procentpunt. Dat op dit moment de rentevoeten nog lager liggen, terwijl tekorten blijven oplopen, heeft vooral te maken met de vooralsnog zeer gematigde groeivoorzichten en de blijvende onzekerheid van beleggers. Op de obligatiemarkt overtreft het toegenomen aanbod van kapitaal - op zoek naar veilige alternatieven na boekhoudschandalen en geopolitieke onzekerheid - de toegenomen overheidsvraag naar kapitaal. De conclusies van Gale en Orszag illustreren dat als het economische klimaat zich herstelt, langetermijnoverwegingen het zullen winnen van de kortetermijnfocus. Juist vanwege die onvermijdelijke lange termijn, berekenen financiële markten normaal gesproken reeds nu een prijs.

1 W.G. Gale en P.R. Orszag, The economic effects of long-term fiscal discipline, Urban-Brookings tax policy center discussion paper, The Brookings Institution, Washington, december 2002.

2 Tenzij de lagere overheidsbesparingen worden gecompenseerd door hogere particuliere besparingen, bijvoorbeeld als uitdrukking van Ricardiaanse equivalentie.