

Tijdens de coronacrisis hebben overheidsuitgaven veel effect op het bbp

Door de coronacrisis zijn overheidsuitgaven in korte tijd ongekend snel toegenomen. De begrotingsmultiplier geeft een indicatie of deze uitgaven de economische pijn zullen verzachten. Maar hoe hoog is die eigenlijk onder de huidige omstandigheden?

IN HET KORT

- Het effect van overheidsuitgaven op de economie, de multiplier, is hoger dan 1 als de werkloosheid toeneemt.
- Bij neutraal monetair beleid is de multiplier van uitgaven die met schuld worden gefinancierd gemiddeld 1,8.

MAARTEN DE RIDDER

Promovendus aan de University of Cambridge

De afgelopen maanden zijn er in tal van landen overheidsprogramma's aangekondigd om de gevolgen van de coronacrisis te beperken. In Nederland is er een ruimhartige compensatie voor werktijdverkorting ingesteld, worden zelfstandigen en getroffen sectoren voor (een deel van) hun verliezen gecompenseerd, en staat de overheid garant voor miljarden aan leningen. In de Verenigde Staten is, met de CARES-wet, de grootste stimulus ooit geïmplementeerd – met uitgaven tot tien procent van het nationaal product, inclusief rechtstreekse betalingen van 1.200 dollar voor een groot deel van alle Amerikanen. Wat is het effect van deze uitgaven op de economische groei?

Het multipliereffect

Hoewel het effect van elke vorm van begrotingsbeleid anders is, bestaat er een uitgebreide literatuur die het gemiddelde effect van overheidsuitgaven onderzoekt op economische groei. Het resultaat van die studies wordt uitgedrukt in de *multiplier*: de gemiddelde procentuele stijging van het nationaal product wanneer de overheidsuitgaven toenemen met één procent van het nationaal product. Centraal is daarbij de vraag of de multiplier hoger of lager dan 1 is. Bij een multiplier van meer dan 1 stimuleren overheidsuitgaven de particuliere uitgaven, en is ruim bestedingsbeleid een motor van economische groei. In dat geval is expansief beleid een soort van *'free lunch'*: de economie groeit sneller dan de overheidsuitgaven, dus als percentage van het nationaal product neemt het begrotingstekort af. Bij een multiplier van minder dan 1 is er juist sprake van *'crowding out'*: de overheids-

uitgaven hebben een negatief effect op particuliere uitgaven, bijvoorbeeld omdat de overheid de belastingen moet verhogen of omdat de prijzen toenemen.

Tot de financiële crisis van 2008 en 2009 was de consensus dat de multiplier tussen de 0,5 en de 1 lag. Zo ging het Centraal Planbureau uit van een multiplier van 0,9 (CPB, 2010). Sindsdien is het schatten van de multiplier echter opnieuw in de (academische) belangstelling komen te staan. Daarbij is in het bijzonder het effect van overheidsuitgaven binnen een monetaire unie onderzocht, en of de multiplier afhankelijk is van de conjunctuur. De daaruit volgende literatuur biedt een hoopvolle boodschap voor het effect van de uitbreiding van de overheidsbestedingen tijdens de coronacrisis. Onder de huidige omstandigheden is de multiplier namelijk hoger dan gemiddeld, en waarschijnlijk hoger dan 1.

Causale multipliers

Om de multiplier van overheidsuitgaven goed te kunnen meten, is er een variatie nodig in de overheidsfinanciën die niet het gevolg kan zijn van veranderingen in de conjunctuur. Veel veranderingen in overheidsuitgaven zijn dat wel, bijvoorbeeld omdat beleid reageert op tegenvallende economische groei of omdat bepaalde uitgaven – zoals de WW-uitkeringen – automatisch toenemen zodra de werkloosheid stijgt. Negeer je dit onderliggende verband, dan vind je dat hogere overheidsuitgaven samengaan met lagere economische groei.

Veel multiplieronderzoeken zijn de afgelopen jaren gebaseerd op regionale verschillen in de verandering van overheidsuitgaven als gevolg van nationaal beleid. Nakamura en Steinsson (2014) meten bijvoorbeeld het effect op de economische groei van een staat door veranderingen in de defensie-uitgaven op staatsniveau in de Verenigde Staten. Omdat aan de toewijzing per regio van defensie-uitgaven vaak geen economische maar strategische of politieke overwegingen ten grondslag liggen, is het met de hiermee verkregen variatie mogelijk om het causale effect van overheidsuitgaven op de economie in een regio te schatten. Zij vinden een gemiddelde multiplier van 1,5; een toename van de defensie-uitgaven creëert gemiddeld anderhalf keer zoveel lokale economische groei.

Schattingen van de multiplier op basis van regionale variatie zijn vaker hoog. Chodorow-Reich (2019) bevat een meta-analyse op basis van twintig multiplieronder-

zoeken die gebruikmaken van vergelijkbare regionale variatie. Uit deze analyse blijkt dat de multiplier in vrijwel alle onderzoeken tussen de 1 en de 2,5 ligt, met een gemiddelde van 1,8 en een mediaan van 1,9. Dit betekent dat een toename van overheidsuitgaven op regionaal niveau een positief effect op particuliere uitgaven heeft en er geen sprake is van *crowding-out*.

De regionale schattingen van de multiplier gelden echter niet altijd op nationaal niveau. Als regionale uitgaven bijvoorbeeld nationaal gefinancierd worden, dan overschat de regionale multiplier de nationale multiplier, omdat belasting de groei op nationaal niveau beperkt. Ook zou de centrale bank met hogere rentestanden het nationaal effect van uitgaven kunnen beperken.

Wanneer de uitgaven echter met schuld gefinancierd worden, dan is het verschil tussen de nationale en de regionale multiplier klein. Chodorow-Reich (2019) becijfert dat – zelfs als consumenten rationeel reageren op toekomstige belastingen – de regionale multiplier maximaal 0,07 hoger is dan de nationale multiplier. Bovendien lekt een deel van de consumptie op regionaal niveau weg, waardoor regionale multipliers lager zijn. Daarom concludeert Chodorow-Reich dat regionale multipliers een ondergrens vormen voor de nationale multiplier, mits uitgaven met schuld gefinancierd worden en monetair beleid niet restrictief reageert op het begrotingsbeleid.

Nu is het moment voor stimulus

Tijdens de coronacrisis voldoet de stijging van de overheidsuitgaven aan beide voorwaarden. De uitgaven worden gefinancierd met schuld in plaats van met belastingverhogingen, en de centrale banken, zoals de ECB en de Federal Reserve, doen er juist alles aan om aanvullende stimulering te bieden. De schattingen van het multipliereffect tussen de 1 en 2,5, op basis van regionale gegevens, zijn op dit moment dus een goede schatting wat betreft het monetair beleid op nationaal niveau. Dat maakt de economische casus voor het huidige beleid ijzersterk.

Bovendien is de timing van de ruime overheidsuitgaven goed. In een nieuw onderzoek (Berge et al., 2020) wordt namelijk aangetoond dat de multiplier hoger is wanneer de werkloosheid toeneemt dan wanneer die afneemt. Eerder onderzoek heeft geen eenduidig antwoord op de vraag of de multiplier afhankelijk is van de conjunctuur. Zo vinden Auerbach en Gorodnichenko (2012) multipliers tot 2,2 op nationaal niveau tijdens recessies en van 0,6 tijdens expansies. Ramey en Zubairy (2018) vinden juist geen significant verschil tussen recessies en expansies op basis van de defensie-uitgaven tussen 1889 en 2015. Bovendien schatten zij dat de multiplier altijd lager is dan 1.

Het verschil tussen deze onderzoeken zit hem in de definitie van recessies. Auerbach en Gorodnichenko vergelijken namelijk fases waarin de werkloosheid toeneemt en economische groei afneemt met fases waarin de werkloosheid afneemt en de groei toeneemt. Ramey en Zubairy vergelijken de multiplier in fases waarin het niveau van de werkloosheid hoog of laag is. Berge et al. (2020) laten zien dat de multiplier consequent hoger is bij stijgende werkloosheid, ook op basis van de gegevens van Ramey en Zubairy. Dat betekent dat een verruiming van de over-

heidsuitgaven aan het begin van een recessie het grootste economische effect heeft, zelfs als de economie zich op dat moment nog in hoogconjunctuur bevindt.

Multipliers tijdens de coronacrisis

Het zal moeten blijken of de ongekende toename van de overheidsuitgaven, als gevolg van de coronacrisis, een diepe recessie kan voorkomen. Op basis van onderzoek dat in de laatste tien jaar is verricht, is het in ieder geval duidelijk dat wanneer uitgaven met schuld gefinancierd worden, monetair beleid accommodeert, en als de werkloosheid groeit, een toename van de overheidsuitgaven een sterk multipliereffect heeft op de economische groei. Dat maakt de beleidskeuzes van de laatste weken economisch verdedigbaar en wenselijk.

Bij oplopende werkloosheid is de multiplier hoger

Daar komt bij dat enkele van de huidige maatregelen een extra hoog multipliereffect hebben, omdat ze de consumptie stimuleren van mensen met een laag inkomen. Dat geldt bijvoorbeeld voor de Amerikaanse CARES-cheques en voor de Nederlandse steun aan zzp'ers tot het bestaansniveau. Illustratief daarvoor is De Ridder et al. (2020), waarin aangetoond wordt dat het verstrekken van uitkeringen aan studenten uit gezinnen met een laag inkomen in de Verenigde Staten in vergelijking met andere soort bestedingen een vrij hoge multiplier heeft (gemiddeld 2,4) omdat de extra middelen geconsumeerd worden.

Uiteraard geldt hierbij wel de kanttekening dat de coronacrisis uniek is. Zo is er, als gevolg van *social distancing*, een groot aantal diensten nu niet te consumeren, ongeacht het ruime overheidsbeleid. Mogelijk is de multiplier daarom nu toch lager dan de 2,4 in een recessie. Maar hoogstwaarschijnlijk ligt de multiplier wel in de range van Chodorow-Reich (2019) van 1 tot 2,5 en is hij dus groter dan 1. Aanvullend onderzoek zal de komende jaren moeten aantonen hoe de unieke omstandigheden de omvang van de multiplier hebben beïnvloed.

Literatuur

- Auerbach, A.J. en Y. Gorodnichenko (2012) Measuring the output responses to fiscal policy. *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2), 1–27.
- Berge, T., M. de Ridder en D. Pfajfar (2020) When is the fiscal multiplier high? A comparison of four business cycle phases. *Federal Reserve Working Paper*, 2020-026.
- Chodorow-Reich, G. (2019) Geographical cross-sectional fiscal spending multipliers: what have we learned? *American Economic Journal: Economic Policy*, 11(2), 1–34.
- CPB (2010) *SAFFIER II*. CPB Document, 217.
- Nakamura, E. en J. Steinsson (2014) Fiscal stimulus in a monetary union: evidence from U.S. regions. *American Economic Review*, 104(3), 753–792.
- Ramey, V.A. en S. Zubairy (2018) Government spending multipliers in good times and in bad: evidence from US historical data. *Journal of Political Economy*, 126(2), 850–901.
- Ridder, M. de, S. Hannon en D. Pfajfar (2020) *The multiplier of education expenditures*. Te vinden op de website van de Maarten de Ridder.