

# Economische impact van de overheidsschuld

M. Nautet  
L. Van Meensel

## Inleiding

In de nasleep van de financiële en economische crisis is de overheidsschuld in de landen van het eurogebied en in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan fors gestegen. Bovendien zal ze, bij ongewijzigd beleid, in deze landen blijven toenemen.

In dit artikel worden de mogelijke gevolgen en risico's van deze situatie geschetst. De risico's blijken trouwens uit de moeilijkheden die enkele landen van het eurogebied recentelijk hebben ondervonden om hun overheidsschuld via de financiële markten te financieren, waardoor ze een beroep dienden te doen op voorwaardelijke financiële bijstand van het IMF en andere Europese landen. Terugkeren naar een situatie van houdbare overheidsfinanciën in deze landen, maar ook in de meeste andere geavanceerde economieën, zal de komende jaren een drastische saneringsinspanning vereisen.

In het eerste deel van dit artikel wordt het verloop van de overheidsschuld in de geavanceerde economieën geanalyseerd. Daarbij worden ook de perspectieven bij ongewijzigd beleid toegelicht. De impact van de overheidsschuld op de economische bedrijvigheid en op de inflatie worden in het tweede deel behandeld. In het derde deel wordt nader ingegaan op de noodzaak van een begrotingsconsolidatie om de overheidsschuld terug te dringen, alsook op de daartoe aanbevolen strategieën. Tot slot volgen enkele conclusies.

## 1. Overzicht van het verloop van de overheidsschuld

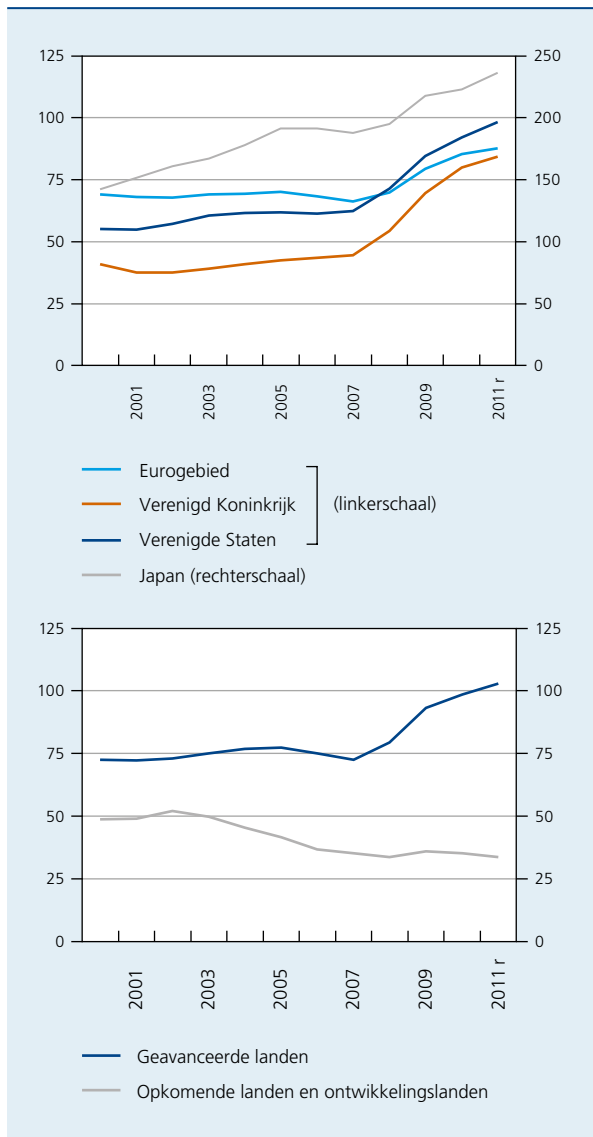
### 1.1 Huidige situatie

De financiële crisis, die in de loop van 2007 uitbrak en in 2008 verscherpte, alsook de daaropvolgende economische recessie hebben de overheidsfinanciën van de meeste geavanceerde economieën zeer zwaar getroffen. In deze landen is het schuldpeil dan ook ingrijpend gestegen.

In het eurogebied zou de schuldgraad stijgen van 66,2 % in 2007 tot 87,7 % in 2011. Er zijn evenwel aanzienlijke verschillen tussen de landen. Ierland tekent de sterkste toename op met bijna 90 procentpunt bbp. In Griekenland, dat reeds vóór de financiële crisis het hoogste schuldpeil van het eurogebied had, bedraagt de toename meer dan 50 procentpunt bbp. Ook in Spanje en Portugal zal de overheidsschuld met ruim 30 procentpunt toenemen. In andere landen van het eurogebied zal de overheidsschuld weliswaar minder sterke, maar nog steeds aanzienlijke stijgingen – die variëren tussen 10 en 20 procentpunt – optekenen. In maar liefst twaalf landen van het eurogebied bereikt de overheidsschuld een peil boven de in het Verdrag van Maastricht vastgelegde referentiewaarde van 60 % bbp.

Tussen 2007 en 2011 is de overheidsschuld niet alleen in de landen van het eurogebied aanmerkelijk toegenomen. Over diezelfde periode zou de schuldgraad van de Verenigde Staten van iets meer dan 60 tot bijna 100 % bbp stijgen. In Japan zou het schuldpeil, dat

**GRAFIEK 1** BRUTOSCHULD VAN DE OVERHEID  
(in % bbp)

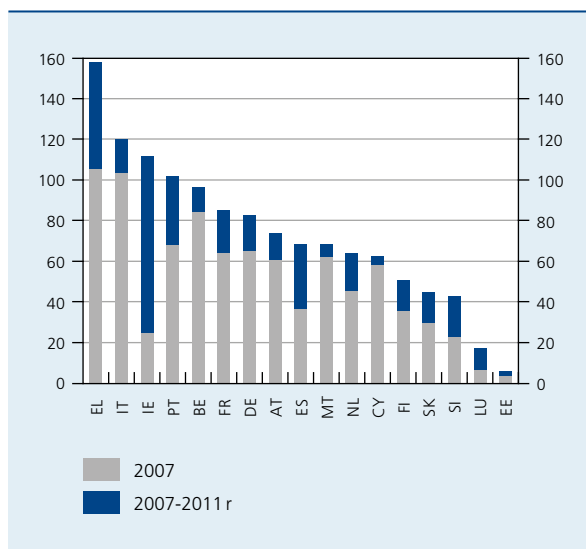


Bronnen: EC, IMF.

in 2007 reeds bijzonder hoog was, nog met ongeveer 50 procentpunt oplopen tot iets minder dan 240 % bbp. In het Verenigd Koninkrijk zou de schuld met 40 procentpunt toenemen, maar dankzij het in 2007 nog relatief lage peil ervan zou ze er al met al geringer blijven en eind 2011 op 84,2 % bbp uitkomen.

De sterke stijging van de schuldgraad die tijdens de afgelopen jaren in de geavanceerde landen is opgetekend, hangt duidelijk nauw samen met de tijdens de financiële crisis ten behoeve van de financiële sector genomen steunmaatregelen, enerzijds, en met het door de daaropvolgende economische recessie veroorzaakte verlies

**GRAFIEK 2** BRUTOSCHULD VAN DE OVERHEID IN DE  
LANDEN VAN HET EUROGEBIED  
(in % bbp)



Bronnen: EC, INR, NBB.

van ontvangsten, anderzijds. De reddingsoperaties in de financiële sector verklaren echter slechts een klein deel van de totale stijging van de overheidsschuld sedert het uitbreken van de crisis. Debet aan die stijging is immers voornamelijk de toename van de begrotingstekorten. Ondanks het economisch herstel dat sedert 2010 aan de gang is, heeft de opwaartse dynamiek van de schuldgraad zich in de meeste geavanceerde landen voortgezet.

Vanaf het begin van de financiële en economische crisis had de overheidssector zeer grote brutofinancieringsbehoeften. Bovenop het deel van de schulden dat op vervaldag kwam en geherfinancierd moest worden, dienden de overheden ook middelen aan te trekken voor de financiering van de kapitaalinjecties in de financiële sector en van de fors opgelopen begrotingstekorten. Tot omstreeks medio 2010 brachten het accommoderend beleid van de centrale banken en de sterke risicoaversie evenwel een krachtige vraag naar als veilig beschouwd overheidspapier op gang. Zodoende konden de meeste landen zich tegen voordelige rentetarieven financieren. Vanaf het laatste kwartaal van 2010 zorgde onder meer de onzekerheid in verband met de solvabiliteit van sommige landen echter voor een rentestijging. Deze aanhoudende onzekerheid zou, in combinatie met aanzienlijke brutoherfinancieringsbehoeften, de druk op de rentetarieven kunnen verhogen.

De financiële en economische crisis heeft niet overal ter wereld op dezelfde manier toegeslagen. De opkomende landen en de ontwikkelingslanden, waarvan

de oorspronkelijke overheidsschuld ratio gemiddeld beschouwd lager lag dan die van de geavanceerde landen, zagen hun schuld ratio gemiddeld genomen niet stijgen. In de opkomende landen en de ontwikkelingslanden is de schuld ratio sedert de crisis relatief stabiel gebleven op ongeveer 35 % bbp. Deze gunstige dynamiek weerspiegelt een krachtiger groei en minder grote tekorten dan in de geavanceerde landen. De kloof tussen de beide groepen van landen is dus na de financiële en economische crisis nog vergroot.

## 1.2 Projecties bij ongewijzigd beleid

Als er geen consolidatiemaatregelen worden genomen, zal de begrotingssituatie in de geavanceerde landen wellicht blijven verslechteren. De vergrijzing zou daartoe bijdragen door supplementaire druk uit te oefenen op de overheidsuitgaven voor gezondheidszorg en pensioenen. Deze situatie zou – bij ongewijzigd beleid – aanleiding geven tot nog grotere tekorten en tot een forse verhoging van de overheidsschuld.

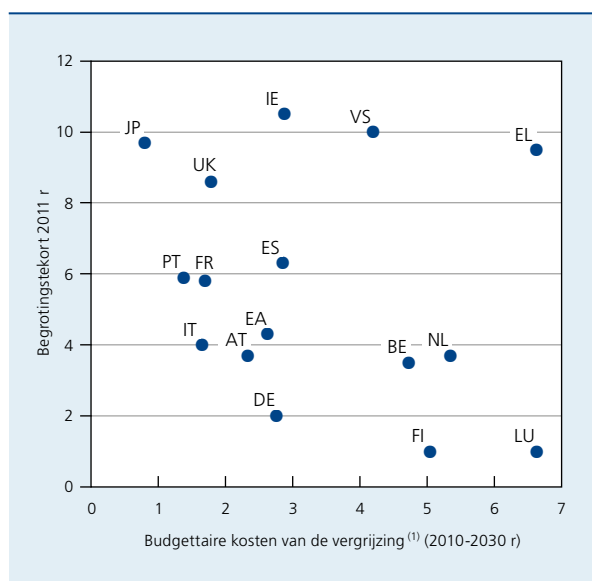
In de landen van het eurogebied zouden de met de vergrijzing verband houdende overheidsuitgaven tegen 2030 op jaarbasis met 2,6 procentpunt bbp stijgen en tegen 2060 met zelfs 5,1 procentpunt. Er zijn evenwel

opmerkelijke verschillen tussen de landen van het eurogebied. Ook de Verenigde Staten, Japan en het Verenigd Koninkrijk zien de leeftijdsgebonden overheidsuitgaven fors stijgen. In vrijwel alle geavanceerde economieën is de houdbaarheid van de overheidsfinanciën dan ook een ernstig probleem. Om te voorkomen dat de begrotings-situatie van deze landen fors verslechtert, zijn fundamentele aanpassingen vereist.

Om aan te tonen dat het huidige begrotingsbeleid onhoudbaar is, kan het verloop van de overheidsschuld bij ongewijzigd beleid worden gesimuleerd. Daaruit blijkt duidelijk de explosieve dynamiek van de overheidsschuld in de meeste geavanceerde landen.

In 2030 zou het schuldpeil in het eurogebied meer dan 180 % bbp belopen. Geen enkel land in het eurogebied zou aan die helse spiraal ontsnappen. In sommige landen, zoals Griekenland of Ierland, zou de schuld zelfs toenemen tot niveaus die drie tot vier keer hoger liggen dan hun bbp. Niet enkel de landen van het eurogebied zouden met deze explosieve dynamiek van de overheidsschuld worden geconfronteerd. Bij ongewijzigd beleid zou de overheidsschuld in het Verenigd Koninkrijk in 2030 immers bijna driemaal zo groot zijn als het bbp; in de Verenigde Staten zou ze nog groter zijn. In Japan zou de schuldgraad in 2030 zelfs meer dan viermaal het bbp bedragen.

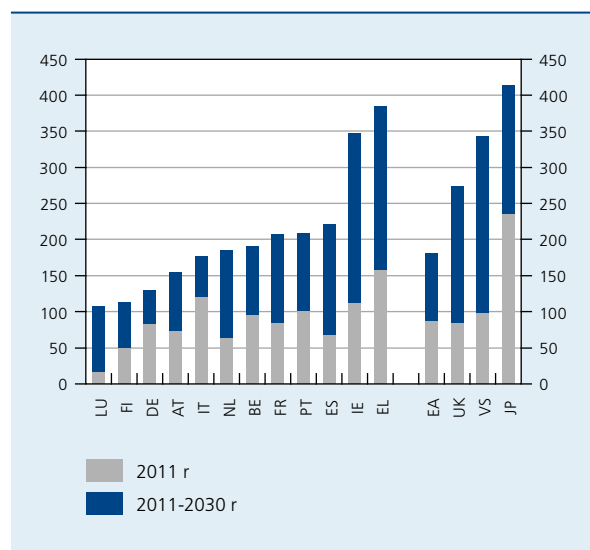
**GRAFIEK 3** BEGROTINGSTEKORT EN BUDGETTAIRE KOSTEN VAN DE VERGRIJZING  
(in % bbp)



Bronnen: EC, IMF, NBB.

(1) Kosten die beperkt blijven tot de pensioenen, de gezondheidszorg en de langdurige zorg.

**GRAFIEK 4** PROJECTIES VAN DE OVERHEIDSSCHULD BIJ ONGEWIJZIGD BELEID<sup>(1)</sup>  
(in % bbp)



Bronnen: EC, IMF, NBB.

(1) Bij deze projecties wordt ervan uitgegaan dat het huidige primair saldo zal verslechteren ten belope van de toename van de met de vergrijzing gepaard gaande uitgaven. Voorts wordt verondersteld dat de nominale bbp-groei 3,75 % per jaar zal bedragen en dat de impliciete rentevoet op de overheidsschuld op termijn naar 4 % zal tenderen.

Het ziet er dus naar uit dat alle geavanceerde landen zullen moeten ingrijpen om te voorkomen dat hun financiële situatie onhoudbaar wordt. Sommige onder hen hebben reeds maatregelen aangekondigd om terug te keren naar duurzame en gezonde overheidsfinanciën. Toch moeten nog heel wat landen saneringsmaatregelen uitwerken.

## 2. Wat zijn de economische gevolgen van de overheidsschuld?

Over het effect van het begrotingsbeleid – en derhalve van de overheidsschuld – op de economische groei en andere economische variabelen hebben economen reeds vele debatten gevoerd. Door de stijging van de overheidsschuld in de meeste geavanceerde landen, is het thema meer dan ooit actueel.

In dit hoofdstuk worden de belangrijkste actuele inzichten met betrekking tot deze problematiek toegelicht. Om te beginnen, worden enkele theoretische beschouwingen gemaakt over de optimale en de maximale schuldratio van de overheid. Vervolgens wordt ingegaan op de vraag die in dit artikel centraal staat, namelijk wat de impact is van de overheidsschuld op de economische bedrijvigheid. Tot slot wordt nagegaan of er een verband bestaat tussen de omvang en het verloop van de overheidsschuld en de inflatie.

### 2.1 Theoretische beschouwingen over de optimale en de maximale schuldratio van de overheid

De overheidsschuld verhoogt het beschikbaar inkomen van de huidige generatie, terwijl ze, *ceteris paribus*, dat van de toekomstige generaties vermindert. Het lijkt dan ook vanzelfsprekend het peil van de overheidsschuld te beoordelen in een intergenerationeel kader. Tegen die achtergrond zijn de overheidsschuld en de tekorten aanvaardbaar als ze het mogelijk maken het productievermogen te verhogen en als het rendement van het aldus gefinancierde overheidsop treden groter is dan de door de schuld gegenereerde kosten. Een vergelijking van deze kosten met het rendement van het overheidsop treden maakt het derhalve mogelijk het optimaal niveau van de overheidsschuld te bepalen. Het overheidsop treden kan betrekking hebben op uitgaven voor investeringen in infrastructuur, onderwijs, de werking van de overheidsinstellingen, veiligheid, alsook een vermindering van de fiscaliteit teneinde deze laatste minder nefast te maken voor de economische groei. Het criterium van de intergenerationele neutraliteit – dit betekent dat de nettobijdrage van iedere generatie aan de overheid even

groot dient te zijn – vereist voorts dat ook de impact van de demografie in de analyse wordt betrokken: bij een vooruitzicht op een sterke vergrijzing van de bevolking is het wenselijk de budgettaire lasten in de vorm van pensioenen en gezondheidszorg ten dele naar voren te schuiven en ze mee te laten financieren door de huidige generatie.

Het operationaliseren van dit criterium, waardoor het optimaal niveau van de overheidsschuld van een land zou kunnen worden bepaald, is echter niet evident. Om te beginnen, kan een «even grote nettobijdrage van iedere generatie aan de overheid» in absolute of in relatieve termen worden gedefinieerd. Bovendien is het zeer moeilijk om het economisch rendement van het overheidsop treden te bepalen. Een kwantificering van het peil waarop het rendement van het middels schulden gefinancierde overheidsop treden kleiner wordt dan de kosten van de overheidsschuld, is derhalve allesbehalve eenvoudig. Mede vanwege deze methodologische moeilijkheden is de empirische literatuur over het optimale schuldpeil vrij beperkt en lopen de resultaten sterk uiteen.

Het begrotingsbeleid blijkt echter soms sterk af te wijken van wat uit macro-economisch oogpunt als optimaal kan worden beschouwd. Zo hebben overheden in tal van landen in de voorbije decennia een gebrek aan begrotingsdiscipline getoond en hierdoor hoge schuldgraden opgebouwd. Als verklaring voor dit gebrek aan begrotingsdiscipline wordt in de literatuur verwezen naar de zogeheten *deficit bias*. Hiermee wordt bedoeld dat het democratische beslissingsproces aanleiding kan geven tot prikkels om af te wijken van een optimaal budgettair beleid. Zo kan het begrotingsbeleid te kortzichtig zijn indien de bevolking vooral de kortetermijnvoordelen van lagere belastingen of hogere uitgaven ziet, zonder zich daarbij steeds bewust te zijn van de mogelijke nefaste budgettaire gevolgen, op de langere termijn, van een dergelijk expansief begrotingsbeleid. Politici zouden geneigd kunnen zijn hierop in te spelen om hun kansen op herverkiezing te verhogen. Ook zou er een voorkeur kunnen bestaan om bewust de huidige generaties te bevoordelen en de schuldenlast door te schuiven naar de toekomstige generaties. Een andere verklaring voor de *deficit bias* wordt geboden door wat in de speltheorie bekend staat als het *common pool*-probleem. Wat het begrotingsbeleid betreft, komt dit erop neer dat elke belangengroep of elke partij binnen een coalitieregering eigen belangen nastreeft, waardoor het begrotingstekort en de overheidsschuld boven de optimale niveaus zouden kunnen uitkomen. De *deficit bias* en de ongewenste effecten ervan kunnen worden bestreden door middel van onafhankelijke instellingen en regels die begrotingsbeperkingen opleggen.

Daarnaast treedt in de literatuur af en toe het concept van de maximaal aanvaardbare overheidsschuld op de voorgrond. Daarbij wordt een link gelegd met de maximale capaciteit van een land om zijn schulden terug te betalen. Het huidige peil van de overheidsschuld is immers per definitie gelijk aan de geactualiseerde waarde van de toekomstige primaire saldi. In de literatuur staat dit verband bekend als de intertemporele budgetrestrictie. Dit impliceert dat hoe hoger de schuldgraad van de overheid is, hoe hoger de toekomstige primaire saldi moeten zijn.

De maximaal aanvaardbare schuldgraad stemt derhalve overeen met de geactualiseerde waarde van de maximaal aanvaardbare toekomstige primaire saldi. De primaire saldi kunnen enkel toenemen via een verhoging van de overheidsontvangsten of via een beperking van de overheidsuitgaven. Bijgevolg wordt de maximaal aanvaardbare schuldgraad bepaald door de combinatie van het maximaal aanvaardbare niveau van de overheidsontvangsten en het minimaal aanvaardbare niveau van de primaire overheidsuitgaven. Deze niveaus kunnen niet vanuit louter economische overwegingen worden bepaald; het is voornamelijk vanuit sociale en politieke overwegingen dat ter zake beperkingen kunnen worden opgelegd. Indien de huidige overheidsschuld groter is dan de geactualiseerde waarde van de toekomstige primaire saldi die de bevolking bereid is te genereren, dan zal er – vroeg of laat – een probleem van wanbetaling van de overheidsschuld optreden. Het is evenwel uiterst moeilijk om het theoretische concept van de maximale schuldgraad te kwantificeren. De maximaal aanvaardbare schuldgraad kan trouwens verschillend zijn naargelang van het beschouwde land.

## 2.2 Impact van de overheidsschuld op het bbp

### 2.2.1 Korte- en langetermijneffecten van een vermindering van de overheidsschuld

Over de impact van het begrotingsbeleid op de economische bedrijvigheid bestaat heel wat theoretische en empirische literatuur, die evenwel geen eenduidig antwoord biedt op de vraag naar het verband tussen het begrotingsbeleid en de economische bedrijvigheid. De impact is immers in hoge mate afhankelijk van de omstandigheden, die in de tijd en tussen de respectieve landen

sterk kunnen verschillen. Het is hierbij van cruciaal belang een onderscheid te maken tussen de impact op korte en die op lange termijn.

#### Impact op korte termijn

Op korte termijn zullen de budgettaire saneringsmaatregelen wellicht een negatief effect sorteren op de economische groei. Uit de meeste empirische studies blijkt immers dat de begrotingsmultiplicatoren – die aangeven in welke mate een bepaalde budgettaire impuls de groei van de bedrijvigheid beïnvloedt – op korte termijn positief zijn.

De omvang van het – op korte termijn – negatieve effect van een saneringsmaatregel op de economische bedrijvigheid verschilt echter afhankelijk van de genomen maatregelen. Zo blijkt dat maatregelen inzake overheidsconsumptie en -investeringen relatief zware gevolgen hebben voor de economische bedrijvigheid, terwijl maatregelen inzake overdrachten, bijvoorbeeld belastingen of sociale uitkeringen, een geringere impact hebben. De reden daarvoor is dat deze laatste enkel indirect, via een verandering in de inkomens van particulieren of vennootschappen, de consumptie of de investeringen wijzigen. De mate waarin huishoudens en ondernemingen te maken hebben met liquiditeits- of kredietbeperkingen, is ook van belang voor de impact die belastingverhogingen of -verlagingen van sociale uitkeringen zouden hebben op de economische groei.

Voorts blijkt dat het negatieve effect van saneringsmaatregelen op de korte-termijn economische groei geringer of zelfs zogoed als nihil is naarmate de situatie van de overheidsfinanciën verslechtert en als zorgwekkend wordt beschouwd. Saneringsmaatregelen kunnen immers een rentestijging vermijden die de particuliere investeringen zou drukken. Bovendien kunnen ze de spaarquote doen dalen omdat, bijvoorbeeld, de huishoudens minder aan voorzorgssparen gaan doen doordat hun vertrouwen na een periode van budgettaire moeilijkheden verstevigd is<sup>(1)</sup>. In dat geval zou de negatieve invloed op de economische bedrijvigheid op korte termijn zeer beperkt kunnen zijn. In de huidige situatie lijken deze laatste elementen relevant, zodat een begrotingsanering niet noodzakelijkerwijs een sterk negatief effect op de conjunctuur hoeft te sorteren.

De zwaarte van de impact van de consolidatie hangt tevens af van de economische en monetaire situatie waarin die consolidatie ten uitvoer wordt gelegd. Heeft ze plaats in een kleine open economie, dan is de korte-termijnimpact ervan minder zwaar dan wanneer ze simultaan plaatsvindt in verschillende landen en ze de mondiale vraag op dat ogenblik sterker zou afremmen. Indien de centrale banken een accommoderend

(1) Volgens de Ricardiaanse equivalentietheorie zou een vermindering van de overheidsschuld worden gecompenseerd door een lagere spaarquote van de particulieren, die rekening houden met het vooruitzicht op lagere belastingen en hogere overheidsuitgaven. De Ricardiaanse equivalentietheorie berust evenwel op een aantal uitgangshypothesen die afwijken van de realiteit, bijvoorbeeld huishoudens zonder budgetbeperkingen die rekening houden met een oneindige tijdshorizon en niet-distortieve of *lump-sum* belastingen. Een reductie van de overheidsschuld kan dus wel leiden tot een daling van de particuliere spaarquote, maar deze laatste zal niet voldoende zijn om de toename van het nationale nettosparen integraal te compenseren.

monetair beleid kunnen voeren, is de consolidatie minder penalisierend voor de groei. Als de rentetarieven dicht in de buurt van nul liggen, zijn de centrale banken evenwel beperkt in hun mogelijkheden om de eventueel uit de verhoging van de overheidsontvangsten en de verlaging van de overheidsuitgaven voortvloeiende vertraging van de wereldwijde vraag en de inflatie te compenseren. Een vaste wisselkoers, ten slotte, werkt de negatieve impact van de consolidatie op de groei in de hand, dit in tegenstelling tot een stelsel van zwevende wisselkoersen, dat doorgaans een belangrijke bufferrol speelt.

### Impact op lange termijn

In tegenstelling tot de effecten ervan op korte termijn, heeft een begrotingssanering die de houdbaarheid van de overheidsfinanciën vrijwaart, onmiskenbaar positieve effecten op lange termijn. Het betreft onder meer een daling van de lange rente als gevolg van een inkrimping van het aanbod op de markt geplaatst overheidspapier en een verlaging van de risicopremies. Voorts kunnen door de vermindering van de rente-uitgaven als gevolg van een sanering, meer middelen worden vrijgemaakt voor productieve overheidsuitgaven of voor een verlichting van de fiscale en parafiscale druk.

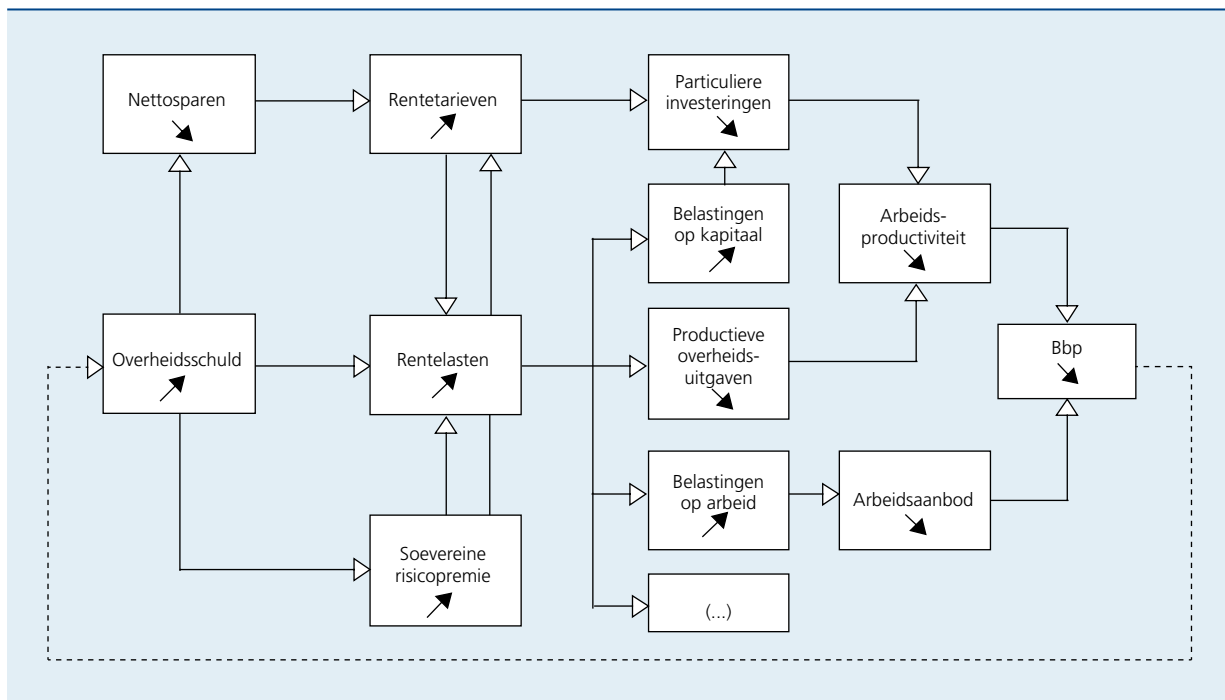
Volgens de literatuur zijn begrotingssaneringen op basis van uitgavenverminderingen efficiënter en hebben ze gunstiger effecten op de economische groei op lange termijn dan saneringen die berusten op verhogingen van de overheidsontvangsten. Dat geldt voornamelijk wanneer de begrotingssanering betrekking heeft op andere uitgaven dan die welke vaak als productieve uitgaven worden omschreven, bijvoorbeeld de uitgaven voor investeringen, onderwijs, en onderzoek en innovatie. De omvang van het effect dat de consolidatie op de economische bedrijvigheid sorteert, zal afhangen van de wijze waarop de marges die het resultaat zijn van fiscale soberheid worden aangewend (zie deel 2.2.3).

### 2.2.2 Transmissiemechanismen

Een stijging (vermindering) van de overheidsschuld kan op verschillende manieren een negatieve (positieve) invloed uitoefenen op de economische bedrijvigheid op lange termijn. Er zijn drie belangrijke transmissiekanalen.

Vooreerst stemt een stijging van de overheidsschuld doorgaans overeen met een vermindering van de positieve besparingen of een toename van de negatieve besparingen van de overheid, wat leidt tot een daling van het netto nationaal sparen. Hierdoor vertonen de rentetarieven de neiging om te gaan stijgen. Die rentestijging zet een rem

GRAFIEK 5 TRANSMISSIEMECHANISMEN <sup>(1)</sup>



(1) Dit schema toont de belangrijkste transmissiemechanismen via welke een omvangrijker overheidsschuld op termijn leidt tot een lager bbp. Wanneer de overheidsschuld vermindert, worden inverse effecten opgetekend.

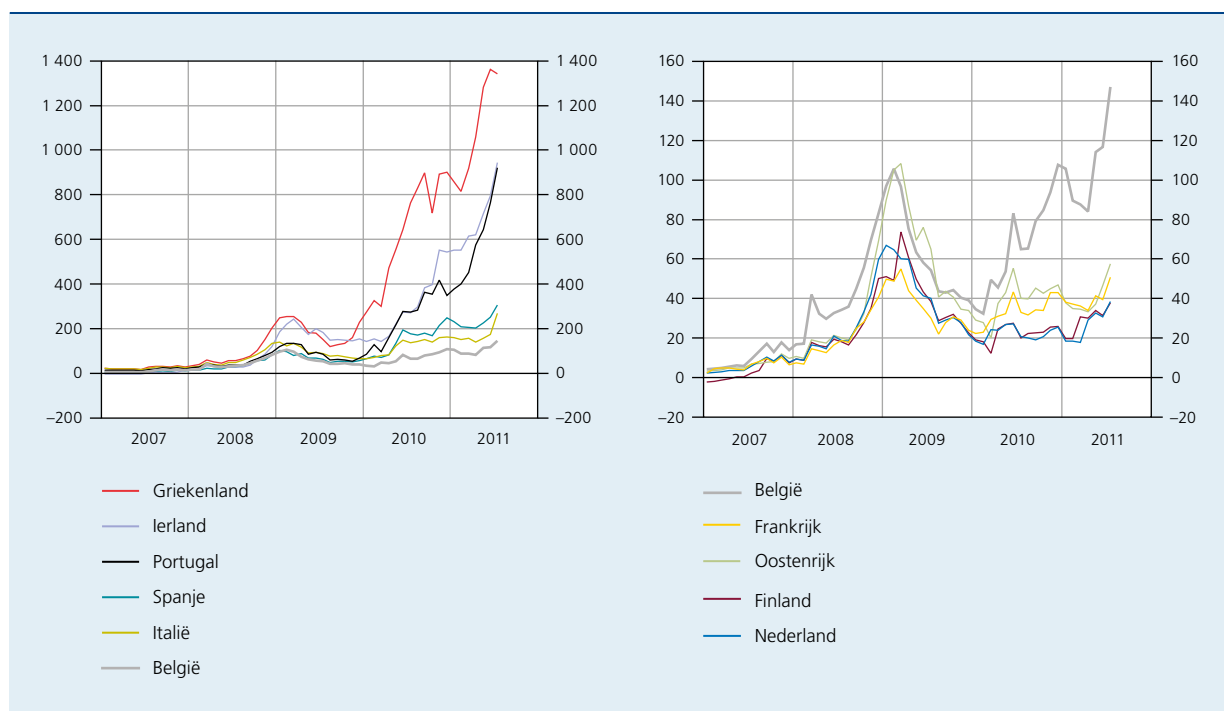
op de investeringen en op de groei van de kapitaalvoorraad. Daaruit volgt een geringere arbeidsproductiviteit. De vertraging van de kapitaalvorming remt de – productiviteitsstimulerende – innovaties af. Er zij opgemerkt dat het effect op de rente afhankelijk is van de omvang van het gebied waar de overheidsschuld stijgt. Blijft de toename van die schuld beperkt tot een kleine open economie, dan zal de marktrente slechts in zeer geringe mate worden beïnvloed. Groeit de schuld simultaan in een uitgestrekt economisch gebied, dan zal de opwaartse druk op de marktrente aanzienlijk zijn.

Daarnaast leidt de schuldtoename tot een verzwaring van de rentelasten. Deze laatste komen dan in de plaats van productieve uitgaven – bijvoorbeeld overheidsinvesteringen in infrastructuur – of worden gecompenseerd door een verhoging van de belastingen en van de scheeftekkings die ermee samenhangen. Afhankelijk van de ingevoerde belastingmaatregel kunnen zich negatieve effecten doen gevoelen in de consumptie – in geval van een btw-verhoging en een accijnsverhoging –, in de particuliere investeringen – in het geval van de belastingen op kapitaal –, en ook in het arbeidsaanbod – in het geval van de belastingen op lonen.

Ten slotte sorteert de schuld een opwaarts effect op de risicopremies wanneer de stijging ervan een soeverein risico doet ontstaan. De verhoging van die premies brengt een stijging van de financieringskosten teweeg, die de solvabiliteit van de overheidsfinanciën verder in gevaar kan brengen. Bovendien kunnen de rentetarieven voor particulieren en ondernemingen hierdoor ook opwaarts worden beïnvloed.

Wanneer omvangrijke schulden hand in hand gaan met een ongunstige budgettaire aanvangssituatie, zou het negatieve en niet-lineaire effect van een hoge schuld op de rentetarieven nog worden versterkt. Het belang van de budgettaire, structurele en institutionele aanvangssituatie, alsook dat van de besmettingseffecten die uitgaan van de financiële markten, moeten in dit verband worden beklemtoond. Factoren zoals zwakke of inadequate instellingen, geringe particuliere besparingen, een zwakke toestroom van buitenlands kapitaal, een gering concurrentievermogen van de nationale economie, een hoge werkloosheidsgraad, een kwetsbare banksector of een sterke gevoeligheid voor de besmettingseffecten zijn aldus in hoge mate bepalend voor de omvang van het effect dat de schuld op de rentetarieven uitoefent. Ook de impact van de vergrijzing op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën kan een essentiële determinant zijn.

**GRAFIEK 6** RENDEMENTSECARTS TUSSEN TIENJAARS OVERHEIDSOBLIGATIES EN TIENJAARS DUITSE BONDS IN DE EUROLANDEN  
(maandgemiddelden, in basispunten)



Bron: Thomson Reuters Datastream.

Uit het verloop van de rendementsecarts op de tienjaars overheidseffecten van de landen van het eurogebied ten opzichte van de Duitse Bund blijkt de sterke gevoeligheid van de risicopremies op de overheidseffecten sinds het begin van de financiële en economische crisis. Uit het verloop van deze risicopremies blijkt dat, vooral sinds 2010, de financiële markten het risico op wanbetaling door sommige landen sterk opwaarts hebben herzien en dat de financiële markten plots en zeer hevig kunnen reageren.

De negatieve invloed van de overheidsschuld op de economische bedrijvigheid kan ook tot uiting komen via andere transmissiemechanismen, zoals hogere inflatieverwachtingen, een grotere onzekerheid en een toegenomen macro-economische volatiliteit. De impact die een stijging van de overheidsschuld mogelijk heeft op de inflatieverwachtingen kan hebben, wordt behandeld in deel 2.3.

De schuld mag dan wel een negatieve impact hebben op de groei, het omgekeerde causaliteitsverband is evenzeer waar. Dit betekent met andere woorden dat een verzwakking van de economische groei de neiging vertoont de schuldquote te verhogen.

### 2.2.3 Empirische resultaten

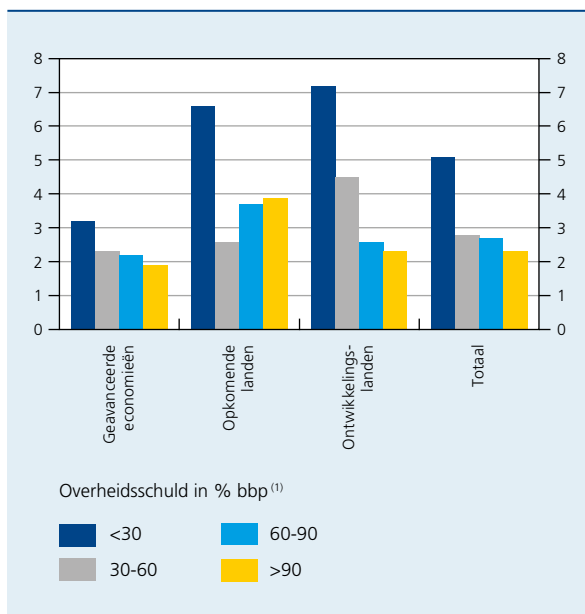
#### Verband tussen overheidsschuld en economische groei

Op basis van de gegevens voor de periode 1970-2007, blijkt dat er een duidelijk negatief verband bestaat tussen, enerzijds, het peil van de overheidsschuld en, anderzijds, de toename van het bbp per hoofd tegen vaste prijzen. De geavanceerde economieën met een schuldgraad van minder dan 30 % bbp zagen in deze periode hun bbp per hoofd tegen vaste prijzen met gemiddeld 3,2 % toenemen; in de geavanceerde economieën met een schuldgraad van meer dan 90 % bbp beliep die stijging slechts 1,9 %. Hoewel voor de opkomende landen het beeld minder duidelijk is, stijgt ook daar het bbp per hoofd tegen vaste prijzen het sterkst in de landen met de kleinste overheidsschuld. In de ontwikkelingslanden, ten slotte, neemt het bbp per hoofd tegen vaste prijzen duidelijk sterker toe naarmate de overheidsschuld geringer is.

Wat de opkomende landen en de ontwikkelingslanden betreft, wordt voor de periode 1970-2007 ook een duidelijk negatief verband vastgesteld tussen, enerzijds, het peil van de overheidsschuld en, anderzijds, de bruto-investeringen in vaste activa. Deze vaststelling lijkt te wijzen op het bestaan van een belangrijk transmissiekanaal dat via de brutokapitaalvorming verloopt. Voor de geavanceerde

#### GRAFIEK 7 OVERHEIDSSCHULD EN ECONOMISCHE GROEI

(1970-2007, jaarlijkse toename van het bbp per hoofd tegen vaste prijzen)

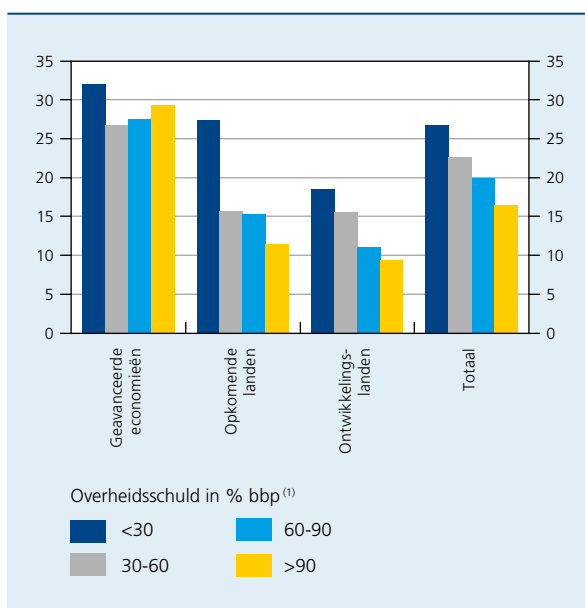


Bron: Kumar en Woo (2010).

(1) Het betreft het initieel peil van de overheidsschuld aan het begin van iedere periode van vijf jaar en de gemiddelde jaarlijkse toename van het bbp per hoofd tegen vaste prijzen per periode.

#### GRAFIEK 8 OVERHEIDSSCHULD EN BRUTOKAPITAALFORMING

(1970-2007, bruto-investeringen in vaste activa in % bbp)



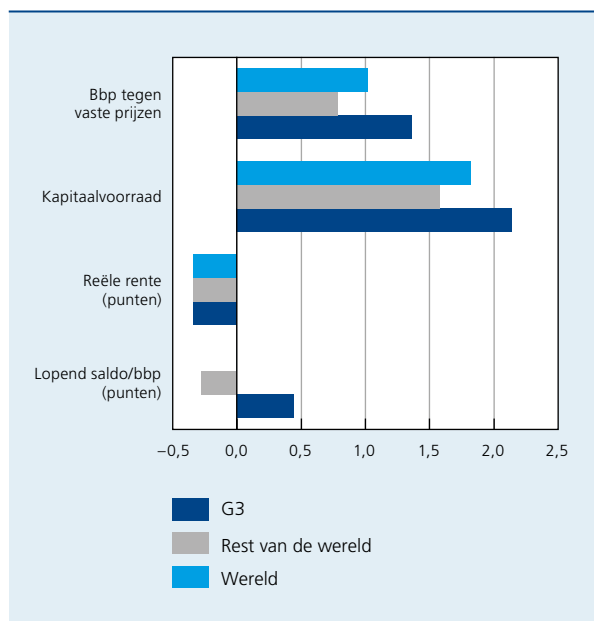
Bron: Kumar en Woo (2010).

(1) Het betreft het initieel peil van de overheidsschuld aan het begin van iedere periode van vijf jaar en de gemiddelde brutokapitaalvorming in verhouding tot het bbp per periode.



**GRAFIEK 9** LANGETERMIJNEFFECTEN VAN EEN PERMANENTE DALING, MET 10 PROCENTPUNT, VAN DE RATIO OVERHEIDSSCHULD/BBP VAN DE G3<sup>(1), (2)</sup>

(G3= eurogebied, Verenigde Staten, Japan; in %, tenzij anders vermeld)



Bron: IMF, World Economic Outlook (oktober 2010).

- (1) Simulatie van het geïntegreerd wereldwijd monetair en budgettair model GIMF van het IMF, ervan uitgaande dat de rentebesparingen dienen om de belastingen op de arbeidsinkomens te verlagen.
- (2) De resultaten houden geen rekening met de waarschijnlijkheid dat de vermindering van de overheidsschuld de risicopremies op de marktrenten verlaagt. Deze verlaging zou de positieve langetermijneffecten op de productie versterken en versnellen.

economieën daarentegen wordt geen verband opgetekend tussen het peil van de overheidsschuld en de bruto-investeringen in vaste activa.

In verschillende empirische studies heeft men getracht de grens te bepalen die de schuld niet mag overschrijden, wil men een sterke negatieve invloed op de economische groei vermijden. Deze studies<sup>(1)</sup> bevestigen het bestaan van een negatief en niet-lineair causaliteitsverband tussen schuld en bbp. Ze komen immers tot de conclusie dat een laag schuldniveau geen weerslag heeft op de economische groei, terwijl de schuld vanaf een bepaald niveau de groei negatief beïnvloedt. Volgens deze studies zou het kritieke schuldniveau tussen 90 % en 100 % bbp liggen.

In sommige gevallen kan, op basis van de vastgestelde feiten, dit drempel-effect niet worden bevestigd voor schuld niveaus die gelijk zijn aan – of hoger uitkomen dan – 90 tot 100 % bbp. Dat is onder meer het geval voor Japan, dat aankijkt tegen een schuld van meer dan 200 %

(1) Zie voorbeeld Kumar en Woo (2010), Reinhart en Rogoff (2010a), Chercherita en Rother (2010) en Caner, Grennes en Koehler-Geib (2010).

(2) Voor nadere bijzonderheden, zie IMF (2010c).

bbp. Deze kritieke drempel zou dus land per land moet worden geanalyseerd en bepaald, rekening houdend met de binnenlandse economische, budgettaire en institutionele kenmerken. Ook de perceptie, door de markten, van het solvabiliteitsrisico en van de macro-economische stabiliteit is hierbij een cruciaal element.

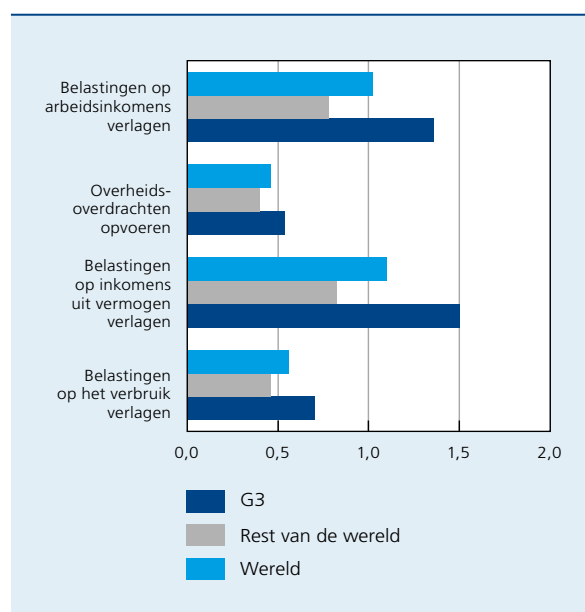
#### Langetermijs effecten van een permanente vermindering van de overheidsschuld

Hoewel, op korte termijn, een begrotingsconsolidatie meestal nadelig is voor de landen die geen zware solvabiliteitsproblemen hebben, zou, op lange termijn, een budgettaire herbalancering heilzaam zijn. Volgens IMF-simulaties<sup>(2)</sup> zou een schuldvermindering met 10 % in het eurogebied, in de Verenigde Staten en in Japan een productiegroei mogelijk maken in die landen zelf, maar ook in de rest van de wereld. De herbalancering behelst een permanente vermindering van de overheidsconsumptie en -overdrachten. De reductie van het tekort zou de reële rentetarieven geleidelijk doen dalen, wat bevorderlijk zou zijn voor de particuliere investeringen.

Indien de schuldquotes met 10 % dalen, zouden de rentetarieven met 30 basispunten zakken. Deze rentedaling zou een groei van de particuliere investeringen met zich brengen, waardoor de voorraad fysiek kapitaal alsook de productie op lange termijn zouden kunnen toenemen.

**GRAFIEK 10** IDEM GRAFIEK 9, IMPACT OP HET BBP TEGEN VASTE PRIJZEN VOLGENS AANWENDING VAN DE RENTEBESPARINGEN

(in %)



Bron: IMF, World Economic Outlook (oktober 2010).

Het IMF beklemtoont dat de verbetering van de productie in de onderzochte landen ook heilzaam is voor de rest van de wereld, die baat heeft bij een toename van de uitvoer naar die landen. Volgens de analyse van het IMF zou de kapitaalvoorraad aldus met 2,1 % worden uitgebreid in de bewuste landen, en met 1,6 % in de rest van de wereld.

Bovendien zouden door de rentedaling de rentelasten kunnen worden verminderd. Worden deze rentebesparingen aangewend om de belastingen op het arbeidsinkomen te verlagen, dan zal het arbeidsaanbod en bijgevolg ook de productie toenemen. Worden de rentebesparingen aangewend om de belastingen op de inkomens uit vermogen te verlagen, dan zouden de langetermijneffecten nog gunstiger kunnen uitvallen doordat in de private sector méér zou worden geïnvesteerd. Worden de besparingen daarentegen aangewend om de belastingen op het verbruik te verlagen of om de overheidsoverdrachten te verhogen, dan zou de productiegroei gematigder zijn.

Gedurende de eerste drie jaar van de consolidatie zouden de consolidatiekosten hoger uitvallen dan de winsten. Nadien zouden de winsten voor altijd uitstijgen boven de kosten van de begrotingssanering. Na vijf jaar zouden de door de consolidatie gegenereerde winsten precies de tijdens de eerste drie jaar geleden verliezen goedmaken. Op lange termijn zou het bbp 1,4 % hoger uitkomen in het eurogebied, de Verenigde Staten en Japan, en 0,8 % in de rest van de wereld.

Er zij beklemtoond dat in deze simulatie van het IMF geen rekening wordt gehouden met het positieve effect dat een schuldvermindering sorteert op de perceptie van het soevereine risico en, derhalve, op de risicopremie op overheidseffecten. Ook dit verloop zou op zijn beurt bijdragen tot een verlaging van de schuldfinancieringskosten en van de rentelasten, wat de positieve langetermijneffecten op de productie zou versterken en versnellen.

### 2.3 Invloed van de overheidsschuld op de inflatie

Een stijging van de overheidsschuld kan in bepaalde gevallen aanleiding geven tot een verhoging van het risico op inflatie. Als de overheidsschuld sterk oploopt, kan de overheid immers geneigd zijn de waarde ervan te verminderen door inflatie te creëren. Dit gebeurt ingeval de overheidsschuld wordt gemonetiseerd. Op dat ogenblik geeft de overheid schulden uit die door de centrale bank – meestal verplicht – worden aangekocht. Het geld dat de overheid hiervoor van de centrale bank ontvangt, wordt dus gebruikt ter financiering van het begrotingstekort.

Zodoende wordt de geldhoeveelheid fors opgedreven en ontstaat er een oplopende inflatie die kan uitmonden in hyperinflatie.

Alle periodes van hyperinflatie zijn trouwens tot dusver steeds op gang gebracht door een begrotingscrisis, die het gevolg kan zijn van oorlog, sterk negatieve economische schokken of wanbeleid. Een begrotingscrisis kan ervoor zorgen dat de overheid zich niet langer of nog uitsluitend tegen zeer hoge rentetarieven via de kapitaalmarkt kan financieren, waardoor ze haar schuld gaat monetiseren.

Indien de overheidsschuld toeneemt en de economische subjecten de kans dat de overheidsschuld wordt gemonetiseerd groter gaan inschatten, kunnen hierdoor de inflatieverwachtingen – en bijgevolg ook de huidige inflatie – worden opgedreven. In een dergelijk geval zou er, naast de reeds beschreven transmissiekanalen, een supplementaire negatieve invloed worden uitgeoefend op de economische bedrijvigheid.

Het feit of dit risico al dan niet wordt bewaarheid, hangt met name af van institutionele factoren. Zo kan de overheidsschuld niet worden gemonetiseerd als de monetaire financiering van de overheidsuitgaven of -tekorten bij wet verboden is, zoals het geval is in de Europese Unie. Ook de onafhankelijkheid van de centrale bank en een duidelijk mandaat dat gericht is op het handhaven van prijsstabiliteit, zijn belangrijk om het risico af te wenden dat een fors oplopende overheidsschuld aanleiding zou geven tot een versnelling van de inflatie.

In sommige ontwikkelings- of opkomende landen is een toename van de schuldquote gepaard gegaan met een stijging van de inflatie tijdens de periode na de Tweede Wereldoorlog. In de geavanceerde landen, daarentegen, heeft de hogere schuldquote tijdens die periode geen inflatoire druk teweeggebracht. Het bestaan van instellingen die losstaan van de regeringen om keuzes inzake monetair beleid te maken, en de opdracht van die instellingen om toe te zien op de inflatie, hebben in dit opzicht ongetwijfeld een determinerende rol gespeeld.

Onhoudbare overheidsfinanciën bemoeilijken hoe dan ook in sterke mate de monetairbeleidsvoering, die gericht moet zijn op prijsstabiliteit. Indien door een dergelijke situatie de inflatieverwachtingen zouden worden gevoed, zou een verkrapping van het monetair beleid in de vorm van hogere korte rentes onvermijdelijk kunnen worden. Bovendien zouden spanningen kunnen ontstaan tussen de centrale bank en de overheid, die door haar grote schuld uiterst gevoelig wordt voor de impact van rentestijgingen.

### 3. Strategieën om de overheidsschuld te verminderen

De accumulatie van overheidsschulden tot een historisch hoog peil is om verschillende redenen problematisch. Om te beginnen, geven de hoge en stijgende schuld niveaus aanleiding tot problemen inzake de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en tot solvabiliteitsrisico's. De daaruit voortvloeiende stijging van de risicopremie zorgt voor een verhoging van de leningskosten voor de landen. De financiële markten betwisten trouwens reeds de solvabiliteit van sommige landen, zoals Griekenland, Ierland en Portugal. Bovendien kan de door de toename van de overheidsschuld veroorzaakte rentestijging een ongunstige invloed hebben op de groei en de productiviteit op lange termijn, onder meer via een vertraging van de particuliere investeringen. Voorts zal de budgettaire impact van de vergrijzing het probleem van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën nog gaan verscherpen. Ten slotte kan de onzekerheid over die houdbaarheid van de overheidsfinanciën een rem zetten op het vermogen van het monetair beleid om de inflatieverwachtingen onder controle te houden en de reële economie in gunstige zin te beïnvloeden.

Bijgevolg is een consolidatie van de overheidsfinanciën in bijna alle geavanceerde landen onvermijdelijk. Daartoe zijn dringend geloofwaardige consolidatieprogramma's vereist. Niettemin kan de strategie verschillen van land tot land. Ze zal meer spoed vereisen en strenger zijn voor landen die te kampen hebben met hoge en toenemende risicopremies. Wanneer deze landen de consolidatie voor zich uit schuiven, zouden ze niet enkel de kosten van de financiering van de overheidsschuld, maar ook de macro-economische instabiliteit zien toenemen. Niet ingrijpen zou derhalve nog duurder uitvallen. Overheden met een zware schuldenlast moeten dus zo spoedig mogelijk aanpassingsprogramma's ten uitvoer leggen. Voor landen met lagere risicopremies is de consolidatie niet minder dringend, maar de aanpassing kan er geleidelijker verlopen.

Een uitstekende leidraad om de overheidsfinanciën opnieuw op een houdbaar pad te loodsen, is nog steeds de driedelige beleidsstrategie die in maart 2001 op de Europese Raad van Stockholm werd geformuleerd als antwoord op de uitdaging van de vergrijzing van de bevolking. Het gaat om een budgettaire strategie die gericht is op de afbouw van de overheidsschuld, de verhoging van de werkgelegenheidsgraad en de productiviteit, en de hervorming van de pensioenstelsels en de gezondheids- en ouderenzorg.

Ten eerste moeten vrijwel alle geavanceerde landen opnieuw gezonde begrotingsposities bewerkstelligen en handhaven. In de meeste geavanceerde landen zouden de aanpassingsmaatregelen voornamelijk moeten bestaan

uit forse verlagingen van de overheidsuitgaven, aangezien deze de afgelopen jaren veeleer zijn toegenomen. Het terugdringen van sommige als productief beschouwde overheidsuitgaven, zoals die voor investeringen, onderzoek en innovatie of onderwijs, dient evenwel te worden vermeden. Gelet op de omvang van de begrotingsaanpak die in de meeste geavanceerde landen vereist is, zal het waarschijnlijk onvermijdelijk zijn eveneens consolidatiemaatregelen aan de ontvangstenzijde te nemen. De versteviging van de begrotingsinstellingen en -regels is een andere essentiële voorwaarde voor het welslagen van een consolidatie. Tegen die achtergrond vormt de versterking van het budgettaire kader van het eurogebied een positief signaal. Hierbij zal trouwens meer dan in het verleden aandacht worden besteed aan de overheidsschuld. Zo moeten landen met een brutoschuld van meer dan 60 % bbp het verschil tussen die beide variabelen met ten minste 1/20ste per jaar terugdringen.

Ten tweede moeten de landen zowel de arbeidsparticipatie als de arbeidsproductiviteit opvoeren. Op die manier zou het potentiële bbp immers naar een hoger peil worden getild, waardoor ook de budgettaire beleidsruimte zou verruimen. Onderwijs wordt hierbij als een bepalende factor beschouwd.

Ten derde moeten de landen passende hervormingen overwegen van de pensioen-, de gezondheidszorg- en de langetermijnzorgstelsels. De beperkingen in verband met de uitgaven voor de vergrijzing zullen immers zeer groot zijn in het licht van de demografische druk in tal van landen. Derhalve moeten strategieën worden uitgewerkt om de toename van die uitgaven te beheersen. In de geavanceerde landen, waar de druk zeer zwaar is, is het van cruciaal belang een explosie van die uitgaven op middellange termijn te voorkomen. Wat de pensioenuitgaven betreft, zouden in tal van geavanceerde landen hervormingen moeten plaatsvinden om de effectieve pensioenleeftijd op te trekken.

## Conclusies

De financiële crisis heeft niet enkel een forse economische vertraging en een grote onzekerheid meegebracht, ze heeft in de meeste geavanceerde landen ook een verslechtering van de overheidsfinanciën tot gevolg gehad. Deze situatie, die wordt gekenmerkt door een explosieve toename van de overheidsschuld, is problematisch. In sommige landen geeft de stijging van het niveau van de overheidsschuld zelfs aanleiding tot solvabiliteitsrisico's. Bovendien zullen de aan de vergrijzing verbonden kosten het probleem van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën nog verscherpen.

In de meeste geavanceerde landen zijn derhalve schuldverminderingprogramma's vereist. De consolidatiemaatregelen dienen voornamelijk gericht te zijn op een vermindering van de uitgaven. Gelet op de omvang van de noodzakelijke aanpassing in de meeste geavanceerde landen zullen wellicht ook maatregelen nodig zijn om de ontvangsten te kunnen verhogen. De consolidatie is dringender voor de landen waarvan de solvabiliteit door de financiële markten wordt betwist en die te kampen hebben met hoge en toenemende risicopremies. Voor de andere landen kan de

aanpassing geleidelijker verlopen. Op korte termijn zouden de effecten van de consolidatie een vertraging van de economische bedrijvigheid kunnen veroorzaken. Op lange termijn zal de herbalancerings van de begroting echter ongetwijfeld gunstig uitvallen.

Momenteel hebben sommige landen reeds consolidatiemaatregelen genomen, terwijl andere landen – waaronder België – die maatregelen nog grotendeels moeten uittekenen.

## Bibliografie

- Aiyagari S.R. en E.R. Mc Gratten (1998), « The optimum quantity of debt », *Journal of Monetary Economics*, 42 (3), 447–469, October.
- Balassone F., J. Cunha, G. Langenus, B. Manzke, J. Pavot, D. Prammer en P. Tommasino (2011), « Fiscal sustainability and policy implications for the euro area », *International Journal of Sustainable Economy*, 3 (2), Special issue on sustainable public finances in a turbulent global economy, 210-234.
- Baldacci E., S. Gupta en C. Granados (2009), *How effective is fiscal policy response in systemic banking crises?*, IMF, Working Paper 160, July.
- Baldacci E. en M.S. Kumar (2010), *Fiscal deficit, public debt and sovereign bond yields*, IMF, Working Paper 184, August.
- Baldacci E., S. Gupta en C. Mulas-Grandos (2010), *Restoring debt sustainability after crisis: Implications for the fiscal mix*, IMF, Working Paper 232, October.
- Blanchard O., J.-C. Choraqui, R.P. Hagemann en N. Sartor (1990), *The sustainability of fiscal policy: New answers to an old question*, OECD Economic Studies 15, Autumn.
- Blanchard O. (2009), *Macroeconomics*, Pearson Prentice Hall, 5th edition.
- Blanchard O., G. Dell’Ariccia en M. Paolo (2010), *Rethinking macroeconomic policy*, IMF, Research Department, Staff Position Note SPN/10/03, February 12.
- Caner M., T. Grennes en F. Koehler-Geib (2010), *Finding the tipping point: When sovereign debt turns bad*, World Bank, Policy Research Working Paper 5391, July.
- Checherita C. en P. Rother (2010), *The impact of high and growing government debt on economic growth: An empirical investigation for the euro area*, ECB, Working Paper 1237, August.
- Corsetti G., K. Kuester, A. Meier en G. Mueller (2010), « Debt consolidation and fiscal stabilization of deep recessions », *American Economic Review*, 100 (2), 41-45, May.
- Corsetti G. (2010), *Fiscal consolidation as a policy strategy to exit the global crisis*, A VoxEU.org Publication, July 7.
- De Prest E., B. Eugène en L. Van Meensel (2010), « De strategieën en maatregelen gericht op het saneren van de overheidsfinanciën », NBB, *Economisch Tijdschrift*, 43-64, september.
- Dury D., G. Langenus, K. Van Cauter en L. Van Meensel (2009), « De economische relanceplannen », NBB, *Economisch Tijdschrift*, 63–78, september.
- Dury D. en L. Van Meensel (2008), « Nut en doelmatigheid van begrotingsregels en onafhankelijke begrotingsinstellingen », NBB, *Economisch Tijdschrift*, 73-90, juni.
- Elmendorf D. en G. Mankiw (1999), « Government debt » in Taylor J. en Woodford M. (ed.), *Handbook of Macroeconomics*, volume 1c, North Holland, Elsevier, 1615-1669.
- Europese Commissie (2010), *Public finances in EMU 2010*, European Economy, 4.
- IMF (2010a), *From stimulus to consolidation: Revenue and expenditure policies in advanced and emerging economies*, Fiscal Affairs Department, April 30.

IMF (2010b), « Fiscal monitor: Navigating the fiscal challenges ahead », Fiscal Affairs Department, *World economic and financial surveys*, May 14.

IMF (2010c), *World Economic Outlook: Recovery, risk and rebalancing*, Economic and Financial Surveys, October.

IMF (2011), *Fiscal monitor update: Strengthening fiscal credibility*, Fiscal Affairs Department, January 27.

Kumar M.S. en J. Woo (2010), *Public debt and growth*, IMF, Fiscal Affairs Department, Working Paper 174, July.

Milesi-Ferretti G.M. en N. Roubini (1998), « On the taxation of human and physical capital in models of endogenous growth », *Journal of Public Economics*, 70 (2), November.

NBB (2002), « Beschouwingen bij de schuldratio van de overheid », *Economisch Tijdschrift*, III, 23-33.

Ostry J., A. Ghosh, J. Kim en M. Qureshi (2010), *Fiscal space*, IMF, Research Department, Staff Position Note SPN/10/11, September 1.

Persson T. en G. Tabellini (1999), « Political economics and macroeconomic policy » in Taylor J. en Woodford M. (ed.), *Handbook of Macroeconomics*, volume 1c, North Holland, Elsevier, 1397-1482.

Reinhart C en K. Rogoff (2010a), *Growth in a time of debt*, NBER, Working Paper 15639, January.

Reinhart C. en K. Rogoff (2010b), *From financial crash to debt crisis*, NBER, Working Paper 15795, March.