

WIE ZAL DE CORONACRISIS BETALEN?



Prof. Dr. Stijn Baert
Docent Vakgroep
Economie
Universiteit Gent



Prof. Dr. Bart Cockx
Gewoon Hoogleraar
Vakgroep Economie
Universiteit Gent



Prof. Dr. Freddy Heylen
Gewoon Hoogleraar
Vakgroep Economie
Universiteit Gent



Prof. Dr. Gert Peersman
Gewoon Hoogleraar
Vakgroep Economie
Universiteit Gent

ABSTRACT

We show that in the current macroeconomic environment, in which nominal interest rates are expected to remain below the sum of real GDP growth and inflation for some time, the rise in government debt due to the Covid-19 recession and fiscal policy responses is feasible without ever having to raise taxes. Specifically, a rise in public debt due to a temporal increase in the deficit automatically vanishes over time. Even when Covid-19 leads to a permanent rise in the government deficit, a permanent (moderate) decline in real GDP growth and persistent (moderate) deflation, the debt-to-GDP ratio will stabilize in the long run without a later increase in taxes, even though the level of stabilization will be at a higher level. Our purpose is not to argue for more public debt and an unlimited stimulus, since interest rates may not be lower forever, but to have a richer discussion of the fiscal policy response to the crisis than is currently the case.



1. INLEIDING

Onze economie wordt keihard getroffen door de coronacrisis. Er is sprake van de diepste recessie ooit buiten oorlogstijd. Dat is niet onlogisch als je een deel van de economie tijdelijk stillegt om de verspreiding van het Covid-19-virus onder controle te krijgen. In dergelijke omstandigheden is het cruciaal dat de herstelkracht van de economie zo weinig mogelijk wordt aangetast. Dat betekent dat gezonde en productieve bedrijven niet failliet mogen gaan en werknemers niet langdurig in de werkloosheid mogen verzeilen. De overheden in ons land hebben dan ook terecht doortastend opgetreden om werknemers en bedrijven te ondersteunen.

De coronacrisis en de steunmaatregelen slaan echter een enorm gat in de begroting. Het Planbureau verwacht dat het begrotingstekort in 2020 tot 11,1% van het bbp zal oplopen (47,5 miljard), en dat de overheidsschuld naar 120% zal stijgen. Ook voor 2021 wordt een begrotingstekort van 5,7% voorspeld (Federaal Planbureau, 2020).

De reacties in de media en de publieke opinie liegen er niet om. Na de schrik voor het virus komt de schrik voor de financiële kater en hogere belastingen. “Wie gaat dat betalen?” “We zullen met zijn allen diep in de buidel moeten tasten, willen we vermijden dat de volgende generatie (ook) hiervoor moet opdraaien”. Deze reflex is begrijpelijk. In de actuele context is hij evenwel principieel fout. In dit artikel tonen we aan dat, hoe groot het tekort in de begroting ingevolge de coronacrisis en de steunmaatregelen ook is, niemand zal daarvoor moeten betalen als de *toename* van het tekort tijdelijk is. De schuld die door *tijdelijke overheidsuitgaven* ontstaat zal namelijk na verloop van tijd vanzelf verdwijnen. Een cruciale voorwaarde is wel dat de rente lager blijft dan de som van de reële economische groei en de inflatie. Het goede nieuws is dat deze voorwaarde momenteel voldaan is, en er zijn goede redenen waarom dat dit nog lang zo zal zijn.

Wanneer de rente lager is dan de som van de reële groei en de inflatie zal de schuld (in procent van het bbp) altijd evolueren naar een stabiel niveau zonder dat de overheid de belastingen moet verhogen of moet besparen op haar uitgaven. Indien de coronacrisis leidt tot *permanent hogere overheidsuitgaven* (structurele toename van het primair deficit), tot *permanent lagere bbp-groei* (superhysteresis) of tot *persistente deflatie* (dalende prijzen bij gebrek aan vraag) zal dit stabiel niveau echter wel hoger zijn dan in een situatie zonder coronacrisis. Dat is op zich geen drama, maar als overheid wil je als goede huisvader de risico's zoveel mogelijk vermijden. Er is immers geen garantie dat de cruciale voorwaarde

(rente lager dan de som van reële groei en inflatie) eeuwig zal opgaan, en indien dat op een bepaald moment niet meer het geval zou zijn, dan ben je beter af met een lagere schuld. Met onze analyse willen we dan ook geenszins oproepen om ongeremd de teugels te vieren. Bovendien zullen de structurele problemen waarmee de Belgische economie reeds decennia kampt na de coronacrisis niet verdwenen zijn. Moeilijke hervormingen blijven hoogstnoodzakelijk. Het doel van dit artikel is daarentegen om beter te begrijpen wat de gevolgen van bepaalde beleidsmaatregelen zijn voor de overheidsfinanciën en welke omstandigheden we zoveel mogelijk moeten vermijden.

Aan de basis van onze analyse ligt de dynamiek van de overheidsschuld en het grote belang daarbij van de verhouding tussen de economische groei en de rentevoet. Anders dan de voorbije 4 à 5 decennia is de nominale rente op de overheidsschuld sinds enkele jaren lager dan de economische groei. Voor de dynamiek van de schuld maakt dit een wereld van verschil. We lichten toe dat er zeer goede redenen zijn om te verwachten dat deze gunstige verhouding tussen de rente en de economische groei ook de eerstkomende decennia zal blijven. Tijdelijke schokken in het begrotingssaldo of in de economische activiteit hebben dan geen invloed op de schuldgraad op lange termijn. Tegelijk dienen we ons bewust te zijn van onzekerheid in de gemaakte prognoses: economische parameters kunnen veranderen. We doen daarom ook een sensitiviteitsanalyse.

2. DYNAMIEK VAN DE OVERHEIDSSCHULD

Vergelijking (1) is de gekende uitdrukking die het verloop van de overheidsschuld in procent van het bbp, de zogenaamde schuldgraad, beschrijft:¹

$$\Delta \left(\frac{\text{overheidsschuld}_t}{\text{bbp}_t} \right) = \frac{\text{primair deficit}_t}{\text{bbp}_t} + \frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} \left(\frac{\text{overheidsschuld}_{t-1}}{\text{bbp}_{t-1}} \right). \quad (1)$$

De verandering van de schuldgraad in jaar t is afhankelijk van vier variabelen: het primair begrotingsdeficit (primair deficit_t) in procent van het bbp, de nominale rentevoet op de uitstaande overheidsschuld (r_t), de groeivoet van het nominaal bbp (g_t), telkens in jaar t , en het niveau van de schuldgraad in het voorgaande jaar $t - 1$. Merk op dat g_t de som is van

¹ Voor de wiskundige afleiding van deze vergelijking verwijzen we naar de bijlage.

de reële economische groei en de inflatie. Het primair begrotingsdeficit is het tekort op de begroting *exclusief* de rentebetalingen, d.w.z. het verschil tussen alle uitgaven, behalve de rentelasten, en de overheidsontvangsten.

Op basis van de twee componenten van het rechterlid van vergelijking (1) kunnen we gemakkelijk de voorwaarde voor stabilisatie van de schuldgraad afleiden. Is de rente hoger dan de nominale economische groei ($r_t > g_t$), dan is een negatief primair tekort (of dus een primair overschot) vereist voor schuldstabilisatie. De belastingen zullen dan voldoende hoger moeten zijn dan alle uitgaven buiten de rentelasten. Bij gebrek aan een voldoende hoog overschot zal in dat geval de schuldgraad verder toenemen, waardoor het volgende jaar een nog hoger primair overschot vereist is om verdere schuldstijging te vermijden, enzovoort. Dat is de zogenoemde rentesneeuwbal, waardoor een explosieve schuldgraad kan ontstaan. Tijdens de jaren 80 en 90 heeft dit principe bijvoorbeeld tot drastische besparingsprogramma's in ons land geleid.

Meteen kan men de reflex van velen sinds de coronacrisis begrijpen. Niet alleen moet het begrotingstekort, dat al voor de coronacrisis bestond, worden weggewerkt. Daarbovenop moet een overschot gerealiseerd worden om de door de coronacrisis opgebouwde schulden weer af te bouwen, anders volgt een ontsporing... Hogere belastingen dus, of besparingen in de uitgaven.

Tot voor een aantal jaren zou dit de juiste reflex geweest zijn. Indien de rente in vergelijking (1) evenwel lager is dan de economische groei ($r_t < g_t$), komen we in een totaal andere realiteit, zoals ook recent geargumenteed door voormalig IMF-hoofdeconoom Olivier Blanchard (2019). Ten eerste is dan een stabiele schuldgraad mogelijk terwijl de overheid een permanent primair tekort heeft. Vanuit vergelijking (1) kunnen we afleiden dat de schuldgraad dan zal convergeren naar een stabiel (constant) niveau, waarbij de indicatie "*" de lange-termijnwaarden van de betreffende variabelen aangeeft:

$$\left(\frac{\text{overheidssch}}{\text{bbp}} \right)^* = \frac{\left(\frac{\text{primair deficit}}{\text{bbp}} \right)^*}{\frac{g^* - r^*}{1 + g^*}}. \quad (2)$$

Ten tweede zullen tijdelijke, mogelijk zelfs heel sterke stijgingen van het begrotingstekort en de schuld, geen effect hebben op lange termijn.² De intuïtie is eenvoudig. Als de nominale economische groei hoger is dan de rente, zal de noemer van de schuldgraad ($overheidsschuld_t / bbp_t$) sneller stijgen dan de teller. Het economisch draagvlak van de economie en – daarvan afhankelijk – de overheidsinkomsten groeien dan sneller dan de overheidsschuld. Ergo, de schuldgraad daalt. Bijkomende schulden die de overheid aangaat tijdens een crisisperiode en de extra rentelasten die eruit volgen, zullen over de tijd in verhouding tot het bbp steeds kleiner worden en uiteindelijk verdwijnen, zonder dat iemand ooit hogere belastingen dient te betalen.

3. SIMULATIEVOORBEELD

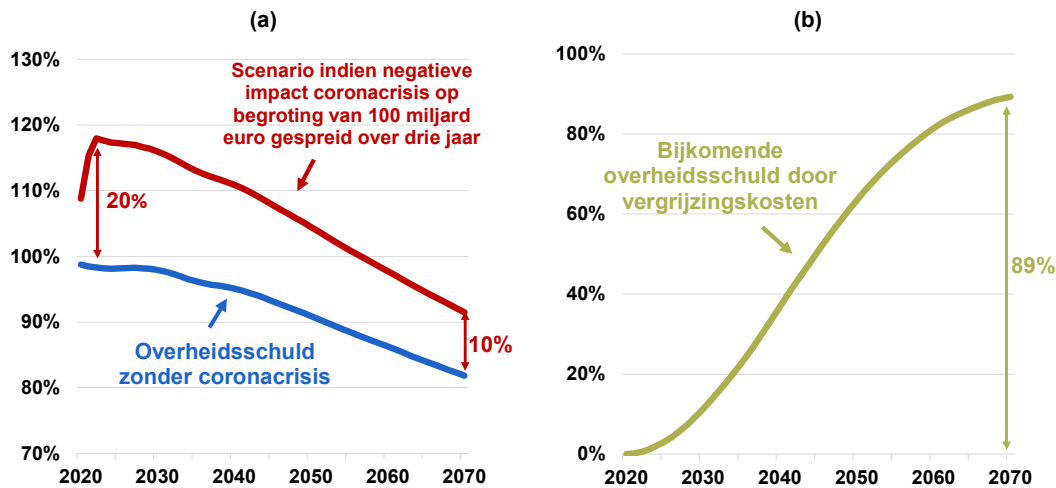
Figuur 1(a) illustreert de dynamiek. De blauwe curve is het verwachte traject van de schuldgraad, mocht er geen coronacrisis zijn geweest. Het vertrekpunt is de feitelijke schuldgraad van 99% in 2019 en het aanvankelijke voorspelde structureel *primair* tekort van afgerond 1% van het (potentieel) bbp voor 2020. Voor de toekomst gaan we ervan uit dat het primair tekort van 1% blijft bestaan, en dat de reële economische groei evolueert zoals geprojecteerd door het Federaal Planbureau en de Studiecommissie voor de Vergrijzing. Over de periode tot 2070 bedraagt die gemiddeld 1,5%. Verder veronderstellen we dat de reële rente 0% is, en de inflatie 2%. De nominale economische groei is dan gemiddeld 3,5%, en de nominale rente 2%.³ Zoals boven geargumenteed, toont de figuur dat de schuldgraad dan geleidelijk daalt, niettegenstaande het permanent primair tekort. Op zeer lange termijn tendent de schuld in het scenario zonder coronacrisis naar 58% van het bbp (zie Tabel 1, berekend op basis van vergelijking (2)).

² Bij een tijdelijke stijging van het primair deficit blijft de lange-termijnwaarde van het deficit in vergelijking (2) onveranderd, waardoor ook de schuldgraad op lange termijn niet verandert.

³ Aangezien we veronderstellen dat de nominale rente en de inflatie 2% zijn, moet in onze simulatie ook de spaarder de factuur niet betalen door financiële repressie (lagere rente dan inflatie). De werkelijke nominale rente zal de komende jaren lager zijn, maar dat geldt misschien ook voor de inflatie, vandaar dat we beide variabelen aan elkaar koppelen. Merk op dat enkel het verschil tussen de nominale rente en de inflatie van belang is voor de schulddynamiek in onze simulatie. We doen de simulatie ook op basis van het potentieel bbp, omdat we geen idee hebben hoeveel het effectief bbp zal zijn de eerstvolgende jaren, terwijl het effectief bbp uiteindelijk evolueert naar het potentieel niveau.

Uiteraard kan men lang discussiëren over de precieze veronderstellingen achter dit scenario. Daarom doen we verder in de tekst ook een sensitiviteitsanalyse, en bespreken we gerelateerde onzekerheden. Waar het ons om gaat, is het principe. Als de rente lager is dan de economische groei, tendeert de schuldgraad van de overheid naar een stabiel niveau. Bepalend voor de hoogte daarvan zijn alleen het verschil tussen de economische groei en de rente, en de hoogte van het lange-termijn (structureel) primair saldo.

Figuur 1 - Evolutie overheidsschuld (% potentieel bbp)



Noot: simulaties veronderstellen evolutie reële potentiële bbp-groei volgens prognoses Planbureau (gemiddeld 1,5%), 2% nominale rente, 2% inflatie, een onderliggend primair saldo van -1% en geen besparingen of belastingverhogingen.

De rode curve in Figuur 1(a) toont de evolutie van de schuldgraad met de coronacrisis in ons “basisscenario”. We maken de ruwe (en hoogstwaarschijnlijk overdreven) veronderstelling dat de crisis over een periode van drie jaar tot 100 miljard (of 20% van het potentieel bbp) aan bijkomende overheidsschulden leidt.⁴ Nadien keert het primair tekort terug naar de basisveronderstelling van 1%. Ook deze extra schulden, inclusief de rentelasten die eruit volgen, smelten weg over de tijd. In 2070 is de schuldgraad nog slechts 10%-punt hoger dan in het scenario zonder crisis. Op zeer lange termijn is er geen verschil meer, zoals Tabel 1 ook aangeeft. De coronaschuld zal met andere woorden volledig verdwijnen.

⁴ De precieze getallen en de veronderstelde duur zijn louter illustratief. Opnieuw gaat het ons hier om het tonen van het principe. Het tekort kan lager/hoger zijn, of ook over een langere periode uitgespreid worden.

De tijdelijkheid van de extra schulden ontstaan door de coronacrisis is goed nieuws. Dit mag evenwel niet de indruk creëren dat de structurele budgettaire risico's die ons land reeds lang kent, bijvoorbeeld door de vergrijzing, ook vanzelf zullen verdwijnen. Het omgekeerde is waar. Figuur 1(b) vertrekt van de meest recente prognoses van de Studiecommissie voor de Vergrijzing. De figuur toont de *bijkomende* schuldenlasten die zullen worden opgebouwd als de verwachte extra sociale uitgaven gefinancierd zouden worden via leningen. Tegen 2040 zou de bijkomende schuld reeds een omvang hebben van bijna 40% van het bbp, om tegen 2060 verder te verdubbelen tot 80%. De totale overheidsschuld zal uiteindelijk naar 173% convergeren. Niet meteen een aangenaam niveau als je weet dat de prognoses van de Studiecommissie zeer optimistisch zijn, en er altijd een risico is dat de rente op een dag terug groter wordt dan de groei. Structurele hervormingen die de vergrijzingskosten milderden en het bbp opkrikken, zoals langer werken, het verhogen van de werkzaamheidsgraad en het opkrikken van de productiviteitsgroei blijven dan ook noodzakelijk (Baert, 2019; Peersman, 2019). Het punt dat we willen maken is dat enkel tijdelijke meeruitgaven onschuldig zijn. Dit geldt geenszins voor recurrente uitgaven of permanente belastingverlagingen, tenzij die ook de bbp-groei permanent zouden verhogen, zoals bijvoorbeeld overheidsinvesteringen (Dhondt en Heylen, 2009; Heylen et al., 2013; Abiad et al., 2015).

4. SENSITIVITEITSANALYSE

Figuur 2 en Tabel 1 tonen de resultaten van een aantal alternatieve scenario's, die de gevoeligheid van onze resultaten nagaan voor de gemaakte veronderstellingen, en illustreren welke factoren cruciaal zijn voor de evolutie van de overheidsschuld. Anticiperend leren we hieruit dat onze belangrijkste conclusie overeind blijft. Onze economie kan de bijkomende schulden ontstaan uit de coronacrisis dragen, zonder dat hiervoor de belastingen moeten worden verhoogd, of de uitgaven verlaagd. Daarnaast moeten we vermijden dat de lange-termijn parameters in vergelijking (2) ongunstig evolueren door de crisis. Zolang de rente lager is dan de groei zal de schuld uiteindelijk nog steeds stabiliseren, maar het niveau van deze schuld op lange termijn is afhankelijk van de voornoemde parameters. In wat volgt, overlopen we de verschillende alternatieve scenario's.

Tabel 1 – Sensitiviteitsanalyse

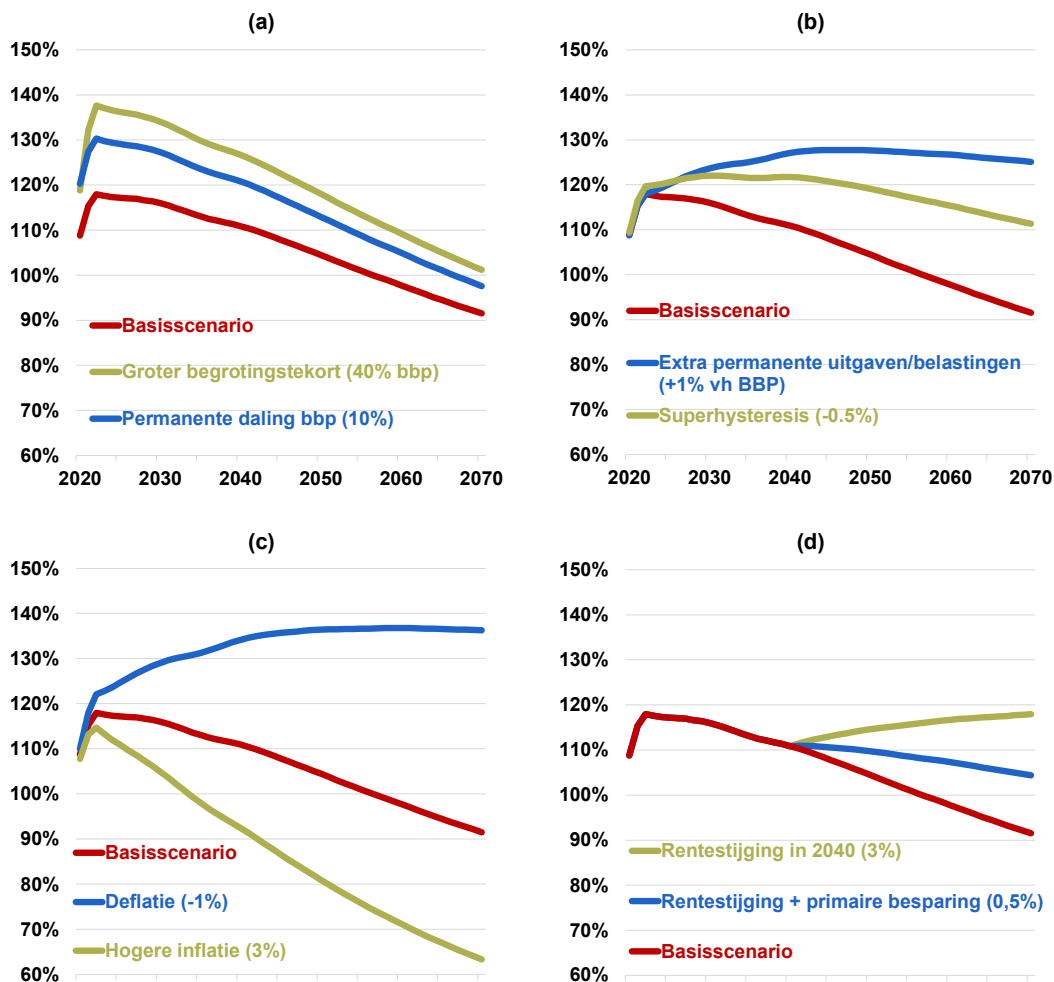
	Overheidsschuld (% potentieel bbp)		
	2022	2070	LT-evenwicht
Zonder coronacrisis	98	82	58
Basisscenario coronacrisis (stijging schuld 100 miljard)	118	92	58
Verdubbeling toename overheidsschuld (200 miljard)	138	101	58
Permanente daling potentieel bbp-niveau (10%)	130	98	58
Permanente uitgaven/belastingverlagingen (verslechtering primair tekort tot 2% van het bbp)	118	125	115
Superhysteresis (potentiële outputgroei 0,5%-punt minder)	120	111	80
Deflatie (inflatie -1%, nominale rente 0%)	122	136	126
Hogere inflatie (inflatie 3%, nominale rente 2%)	115	63	37
Rentestijging vanaf 2040 (inflatie 2%, nominale rente 3%)	118	118	130
Rentestijging vanaf 2040 + primaire besparing (inflatie 2%, nominale rente 3%, verbetering primair saldo 1%)	118	104	65

Noot: het LT-evenwicht is berekend op basis van de reële outputgroei in 2070 volgens het Planbureau (1,8%), 2% inflatie, 2% nominale rente en een primair tekort van 1%.

Wat als de coronacrisis een veel zwaardere budgettaire of economische impact heeft? Eén van de scenario's in Figuur 2(a) veronderstelt een verdubbeling van de initiële impact op de schuld tot 200 miljard in de eerste drie jaar. Een tweede scenario veronderstelt dat de recessie de productiecapaciteit van de economie permanent aantast, en het potentieel bbp structureel met 10% verlaagt. In de literatuur spreekt men van hysteresis. De reële potentiële groei blijft daarna wel hetzelfde, maar situeert zich op een lager niveau. We

veronderstellen ook dat het permanent lagere bbp-niveau geen invloed heeft op het structureel primair saldo, wat een scenario is dat we apart bespreken. Figuur 2(a) toont dat er voor beide scenario's een beduidend zwaardere impact is van de crisis op de schuldgraad, maar de tendens op lange termijn blijft dezelfde als in het basisscenario: in verhouding tot het bbp zullen de extra schulden uiteindelijk volledig verdwijnen (Tabel 1).

Figuur 2 - Risicoanalyse evolutie overheidsschuld (% potentieel bbp)



Wat als de coronacrisis tot een groter structureel primair begrotingstekort leidt, bijvoorbeeld door permanent hogere sociale uitgaven bij een stijging van de structurele werkloosheid of door het verlagen van btw-tarieven in reactie op de crisis? De blauwe lijn in

Figuur 2(b) veronderstelt dat het structureel primair tekort daardoor toeneemt van 1% tot 2%. De schuldgraad zal hierdoor permanent hoger zijn dan in het basisscenario (zie Tabel 1). Dit illustreert dat het belangrijk is om te vermijden dat maatregelen tot recurrente uitgaven leiden. Wat als de coronacrisis de potentiële economische groei wel aantast, een situatie die in de literatuur bekend staat als superhysteresis? Dat kan bijvoorbeeld het geval zijn als bedrijven minder gaan investeren omdat ze schulden moeten afbetalen, of wanneer de overheid beknipt op overheidsinvesteringen en onderwijs om de overheidsschuld te reduceren, waardoor de productiviteitsgroei daalt. De groene lijn in Figuur 2(b) gaat daarom uit van een permanente verlaging van de potentiële groeivoet met 0,5%-punt. Ook dan volgt een hogere, maar finaal stabiele schuldgraad.

Wat als de coronacrisis tot persistente deflatie zou leiden, zoals Japan meerdere decennia heeft ondergaan? Of omgekeerd, ingevolge de zeer expansieve reactie van de monetaire overheden, tot hogere inflatie? Figuur 2(c) simuleert de gevolgen van alternatieve inflatieniveaus. De nominale economische groei incorporeert de inflatiewijziging volledig, zodat de reële groei onveranderd blijft. De nominale rente, daarentegen, doet dat niet. In het deflatiescenario is de veronderstelde inflatie -1%, terwijl de nominale rente op de “zero lower bound” botst en slechts tot 0% daalt. De reële rente stijgt dus tot 1%. De schuldgraad zal ook dan onvermijdelijk stijgen, een gekend gevaar van deflatie. Zolang de rente evenwel lager blijft dan de economische groei blijft ook hier de schuldgraad houdbaar. Het scenario met verhoogde inflatie bij onveranderde nominale rente toont de sterkste daling van de schuldgraad van alle scenario's in Figuur 2. Ook dit is een gekend gegeven. De reële rente wordt negatief (-1%), waardoor de last van de schuldafbouw deels door de spaarders wordt gedragen.

Figuur 2(d) tot slot houdt rekening met de mogelijkheid dat de (reële) rente op termijn zal stijgen, van 0% in het basisscenario tot bijvoorbeeld 1% vanaf 2040. De nominale rente klimt daardoor tot 3%. De schuldgraad zal ook hier toenemen in vergelijking met het basisscenario en naar een hoger niveau convergeren, maar dat zal nog steeds stabiel zijn. Via een beperkte vermindering van het primair saldo kan de overheid de schulddynamiek evenwel terug neerwaarts sturen mocht het zover komen (blauwe lijn).

5. ZAL DE RENTE LAGER BLIJVEN DAN DE ECONOMISCHE GROEI?

Onze belangrijkste conclusie is fundamenteel gebaseerd op de aanname dat de rente duurzaam lager blijft dan de som van inflatie en reële economische groei. Een absolute zekerheid is dit niet. De wereldwijde crisis (bv. vernietiging van de kapitaalvoorraad door faillissementen) en de beleidsreacties (bv. hogere overheidsschulden) kunnen daar zelf ook een invloed op hebben. Maar er zijn hiervoor wel heel sterke argumenten:

- De Belgische overheid kan momenteel op 10 jaar lenen aan een negatieve nominale rentevoet van -0,15%, en op 20 jaar aan 0,36%. Dit geeft haar alvast de mogelijkheid om minstens twee decennia voordeel te halen uit nominale (en reële) rentevoeten die beduidend lager zijn dan wat wij in ons basisscenario veronderstelden.
- Verschillende studies verklaren de sterke daling van de rente sinds de tweede helft van de jaren 80 aan de hand van fundamentele wijzigingen in het spaar- en investeringsgedrag van de privésector, met een groot privaat spaaroverschot als resultaat (bv. Rachel en Smith, 2015; Rachel en Summers, 2019). Hierbij wordt stevast gewezen op demografische verandering (gestegen levensverwachting) en toegenomen ongelijkheid (hogere spaarquote van hoge inkomens), beide structurele ontwikkelingen die niet snel zullen verdwijnen. Zeer recent onderzoek wijst er bovendien op dat pandemieën in de geschiedenis typisch werden gevolgd door een lange periode (meerdere decennia) van significant lagere rentevoeten (Jorda et al., 2020).
- Een forse toename van de schuld door de coronacrisis houdt vanzelfsprekend een risico in voor de reële rente van een land. De stijgende schuldgraad kan tot onzekerheid in hoofde van internationale beleggers en een oplopende risicopremie leiden. In dat geval heeft de ECB echter de mogelijkheid om deze risico's te counteren door het opkopen van overheidsobligaties, zoals ze na de eurocrisis heeft gedaan. Aangezien de situatie voor de volledige eurozone gelijkaardig zal zijn, is er geen risico dat ze dit niet zou doen. Maar het leert ons wel dat we nu ook geen roekeloze uitgaven moeten doen.
- Ook andere factoren kunnen op termijn leiden tot hogere reële rentevoeten, bijvoorbeeld een toename in de productiviteitsgroei of van de actieve bevolking, of een fors herstel van het vertrouwen van gezinnen en bedrijven. Problematisch zijn

deze factoren evenwel niet omdat dan ook de economische groei zal stijgen, waardoor die hoger dan de rente blijft.

Al deze bevindingen doen vermoeden dat de renteprognoses in onze simulaties veeleer aan de hogere dan de lagere kant liggen. Maar zoals onze analyse heeft aangetoond, zijn er naast de rente eveneens risico's bij deflatie, bij een permanente daling van het niveau en/of de groeivoet van het potentieel bbp (hysteresis, superhysteresis) en bij een permanente toename van het primair tekort. Verder moeten we vermijden onnodige uitgaven te doen. Om deze risico's te elimineren is een gerichte inzet van middelen om de economie duurzaam te ondersteunen cruciaal.

6. CONCLUSIES

We hebben in dit artikel aangetoond dat het noodzakelijk is dat er maatregelen genomen worden die ervoor zorgen dat het niveau en de groei van het potentieel bbp niet permanent verlaagt (hysteresis en superhysteresis), dat er geen deflatie ontstaat, en dat er geen permanente toename is van het primair begrotingstekort. Dat het begrotingstekort door de voorgestelde maatregelen tijdelijk serieus toeneemt, hoeft geen ramp te zijn: zolang het over een tijdelijke achteruitgang van het primair saldo gaat, is het onwaarschijnlijk dat de belastingen ooit zullen moeten verhoogd worden, of dat er bespaard moet worden op de uitgaven om de factuur te betalen. In een meer uitgebreide studie leggen we uit hoe de overheid dit kan helpen realiseren (Baert et al, 2020).

Met onze analyse willen we niet oproepen om ongeremd de teugels te vieren. Het automatisch uitsterven van de schuldstijging ten gevolge van tijdelijke uitgaven zal immers meerdere decennia in beslag nemen. De structurele problemen waarmee de Belgische economie reeds decennia kampt zullen ook na de coronacrisis niet verdwenen zijn. Moeilijke hervormingen blijven noodzakelijk, maar die zijn niet het gevolg van de coronacrisis. We willen daarentegen wel het hardnekkige misverstand uit de wereld helpen dat er de komende jaren *extra* zou/zal moeten bespaard worden om de staatsfinanciën op orde te zetten door de recessie en coronasteunmaatregelen. Op het moment dat gezinnen en bedrijven vertrouwen nodig hebben, is dit een fout signaal. Bovendien toont onderzoek aan dat tijdelijke en gerichte overheidsuitgaven in de huidige economische context zeer efficiënt zijn om de economie te stimuleren en de begroting zelfs meer kunnen opleveren dan ze kosten (Bernardini en Peersman, 2018; Bernardini et al., 2020). Het zou dus absoluut geen goed idee zijn om op de rem te gaan staan voor begrotingsredenen.

REFERENTIES

Abiad, Abdul, Davide Furceri en Petia Topalova (2015), “The Macroeconomic Effects of Public Investment: Evidence from Advanced Economies”, IMF Working Paper Series, WP/15/95.

Baert, Stijn (2019), “Meer sterke schouders onder sociale zekerheid!” Presentatie in het kader van hoorzitting in de Commissie Sociale Zaken van de Kamer van Volksvertegenwoordigers, 14/11/2019.

Baert, Stijn, Bart Cockx, Freddy Heylen en Gert Peersman (2020), “Economisch beleid in tijden van corona: een kwestie van de juiste uitgaven te doen”, Gentse Economische Inzichten, 1.

Bernardini, Marco, Selien De Schryder en Gert Peersman (2020), “Heterogeneous government spending multipliers in the era surrounding the Great Recession”, Review of Economics and Statistics, 102(2), 1–19.

Bernardini, Marco en Gert Peersman (2018), “Private debt overhang and the government spending multiplier: Evidence for the United States”, Journal of Applied Econometrics, 33(4), 485–508.

Blanchard, Olivier (2019), “Public debt and low interest rates”, American Economic Review, 109(4), 1197–1229.

Dhont, Tine en Freddy Heylen (2009), “Employment and growth in Europe and the US: the role of fiscal policy composition”, Oxford Economic Papers, 61(3), 538–565.

Federaal Planbureau (2020), “Economische Vooruitzichten 2020-2025”, Juni.

Heylen, Freddy, Annelies Hoebeeck en Tim Buyse (2013), “Government efficiency, institutions, and the effects of fiscal consolidation on public debt”, European Journal of Political Economy, 31, 40–59.

Jordà, Oscar, Sanjay Singh en Alan Taylor (2020), “Longer-Run Economic Consequences of Pandemics”, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, 2020-09.

Peersman, Gert (2019), “Financiering en Betaalbaarheid van de Sociale Zekerheid”, Presentatie in het kader van hoorzitting in de Commissie Sociale Zaken van de Kamer van Volksvertegenwoordigers, 14/11/2019.

Rachel, Lucasz en Thomas Smith (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Bank of England Working Paper, No. 571.

Rachel, Lucasz en Lawrence Summers (2019), "On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation", Brookings Papers on Economic Activity, March 2019.

BIJLAGE

Het vertrekpunt voor de afleiding van vergelijking (1) is de budgetbeperking van de overheid. Die zal haar schuld zien toenemen als de totale uitgaven groter zijn dan de overheidsontvangsten. Bij de uitgaven onderscheiden we de rentelasten en de andere (zogenaamde primaire) uitgaven. Het verschil tussen de primaire uitgaven en de overheidsontvangsten is het primair begrotingsdeficit.

Toename overheidsschuld

$$\begin{aligned} &= \text{rentelasten} + \text{primaire uitgaven} - \text{overheidsontvangsten} \\ &= \text{rentelasten} + \text{primair deficit}. \end{aligned}$$

Wiskundig vertaald betekent dit:

$$B_t - B_{t-1} = r_t B_{t-1} + \text{primair deficit}_t.$$

waarbij B_t en B_{t-1} staan voor de nominale overheidsschuld op het einde van de jaren t en $t - 1$, en r_t voor de nominale rente op de overheidsschuld in jaar t . Mits eenvoudige herschikking en het vervolgens delen van de beide leden van de vergelijking door het nominaal bbp in jaar t , volgt dat

$$\begin{aligned} B_t &= (1 + r_t)B_{t-1} + \text{primair deficit}_t; \\ \frac{B_t}{Y_t} &= \frac{(1 + r_t)B_{t-1}}{(1 + g_t)Y_{t-1}} + \frac{\text{primair deficit}_t}{Y_t}. \end{aligned}$$

In de laatste vergelijking maken we gebruik van de gelijkheid dat $Y_t = (1 + g_t)Y_{t-1}$, waarbij g_t de groeivoet is van het nominaal bbp in jaar t . Verdere herschikking leidt tot vergelijking (1) in de tekst.

$$\begin{aligned} \frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} &= \left(\frac{(1 + r_t)}{(1 + g_t)} - 1 \right) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{\text{primair deficit}_t}{Y_t}. \\ \frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} &= \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{\text{primair deficit}_t}{Y_t}. \end{aligned}$$

$$\Delta \left(\frac{\text{overheidsschuld}_t}{\text{bbp}_t} \right) = \frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} \left(\frac{\text{overheidsschuld}_{t-1}}{\text{bbp}_{t-1}} \right) + \frac{\text{primair deficit}_t}{\text{bbp}_t}. \quad (1)$$