

De Nederlandse staatschuld: Aflossen of niet?

Abstract:

Met de Tweede Kamerverkiezingen op komst zal er veel discussie zijn rondom de overheidsfinanciën. Moet er juist nu extra geld worden uitgegeven of moet de hand op de knip. Literatuuronderzoek wijst uit dat deze vraag het middelpunt is van een discussie tussen het neoliberalisme en keynesiaanse gedachtegoed. Over de optimale schuldquota zijn onderzoekers het niet eens, wel is duidelijk dat een extreem hoge schuldquota negatieve effecten op de groei heeft. Voor Nederland specifiek is het advies om op korte termijn niet af te lossen en om zelfs extra te investeren. Op de langere termijn moeten de risico's in de gaten worden gehouden en zal de schuldquota mogen stijgen tot ongeveer 90% zonder negatieve gevolgen.

ERASMUS UNIVERSITEIT ROTTERDAM

Erasmus School of Economics

Department of Economics

International Economics

Supervisor: Dr. L.C.G. Pozzi

Naam: Willem Arnold Louis van Hattum

Studentnummer: 331510wh

E-mail: walvanhattum@gmail.com

I. Introductie

Nog een klein jaar en dan is het weer zo ver, Tweede Kamerverkiezingen. Op 15 Maart 2017 zal heel Nederland, of in ieder geval het deel dat gaat stemmen, zijn stemrecht weer laten spreken. Vooral de aanloop naar deze verkiezingen zal een spannende tijd worden. Tv-debatten, Twitteroorlogen en nationale discussies zullen ons iedere dag bezighouden. Zoals Mathijs Bouman in zijn artikel in het Financieel Dagblad al aanhaalde zal het schrijven van de verkiezingsprogramma's een feest worden (Bouman, 2016).

Als er gekeken wordt naar de huidige regels rondom de staatsbegroting opgelegd door Brussel en de economische groei die in het verschiet ligt is er weer heel veel mogelijk. Na jaren van bezuinigen kan er weer extra geld besteed worden. Over hoe dit geld besteedt zal worden zal nog lang worden gekibbeld, maar dat dit geld uitgegeven gaat worden staat zo goed als vast. De vraag is echter of dit wel de juiste weg is. Is het niet belangrijker om de staatsschuld af te betalen om zo toekomstige generaties niet op te zadelen met onze schuld? Of is het geen probleem om een grote staatsschuld te hebben? In dat geval: hoeveel schuld is dan *te veel*? (The Economist, 2015)

Met de afspraken uit het vijftienvijftig jaar oude Verdrag van Maastricht in het achterhoofd is het belangrijk een lange termijnvisie te hebben over de Nederlandse Staatsschuld en de houdbaarheid hiervan. De centrale vraag in dit onderzoek zal daarom ook zijn: Wat is de optimale staatsschuld in Nederland? Het verschil tussen het huidige niveau en het optimale niveau zal uitmonden in een beleidsadvies voor de komende jaren.

Er is gekeken naar de recente literatuur en beschikbare economische modellen. Hierin zullen bestaande theorieën gekoppeld worden aan nieuwe inzichten waardoor er uitgebalanceerd literatuuronderzoek ontstaat.

De bezuinigingen van de afgelopen jaren in Nederland, de preciaire situatie rondom de staatsschuld van Griekenland en het gedoe rond het schuldenplafond in Amerika maken overheidsfinanciën een "hot-topic", en geven derhalve het belang aan voor dit onderzoek. Een duidelijk plan gebaseerd op wetenschappelijke modellen gecombineerd met empirische data zal daarom erg waardevol zijn.

Uit dit onderzoek blijkt dat onderzoekers het niet eens zijn over een optimale schuldquota, wel is duidelijk dat een extreem hoge schuldquota negatieve effecten op de groei van het BBP heeft. Voor Nederland specifiek adviseert dit onderzoek om op korte termijn niet af te lossen en om zelfs extra te investeren. Op de langere termijn moeten de risico's in de gaten worden gehouden en zal de schuldquota mogen stijgen tot ongeveer 90% zonder negatieve gevolgen.

In hoofdstuk II worden de determinanten en gevolgen van een staatschuld in een uitgebreid literatuuronderzoek besproken. Tevens is er gekeken naar of er een optimale schuldquota bestaat. Hoofdstuk III wordt de specifieke situatie rondom de Nederlandse staatschuld beschreven waarna in hoofdstuk IV een duidelijk beleidsadvies gegeven wordt. Tot slot zijn in hoofdstuk V alle belangrijke conclusies die opgemaakt kunnen worden uit dit onderzoek benoemd.

II. Literatuuronderzoek

Voordat men iets zinnigs kan zeggen over de Nederlandse situatie met betrekking tot de optimale staatschuld is het noodzakelijk een goed kader op te stellen waarin alle belangrijke zaken rondom staatschuld besproken worden. Om te beginnen is er een duidelijke definitie van staatschuld gesteld en daaropvolgend is er gekeken worden naar de actuele en historische hoogtes van de staatschuld van verschillende landen. Daarna wordt er besproken worden hoe staatschuld ontstaat en welke factoren hier invloed op hebben. Hier op volgend is er gekeken naar de risico's en andere gevolgen van een (hoge) staatschuld. As laatste is er in het literatuuronderzoek gekeken naar een eventuele optimale staatschuld.

Definitie staatschuld.

“In euro's is de staatschuld aan het eind van het jaar gelijk aan de schuld aan het einde van het voorgaande jaar minus het surplus (inkomsten minus de uitgaven van de overheid) in het desbetreffende jaar” (Lukkezen & Suyker, 2013). Deze definitie van staatschuld komt uit een achtergronddocument van het Centraal Plan Bureau Nederland en geeft in essentie heel goed weer wat men in het algemeen bedoeld als men het over de staatschuld van een land heeft. Echter, zo gemakkelijk als dat het lijkt is het in werkelijkheid niet. De afgelopen decennia zijn er door economen, statistici, accountants en beleidsbepalers een scala aan manieren bedacht om

de staatsschuld uit te rekenen. Zo is de lijn tussen overheid en de publieke sector soms onduidelijk of verschilt men in rekenmethodes. In een *working paper* gepubliceerd door het International Monetary Fund (hierna IMF) staat dat het verstandig is dat er meer duidelijkheid komt over deze verschillende rekenmethodes, dit om misverstanden te voorkomen. Daarnaast geeft het IMF aan dat het belangrijk is dat landen voortaan niet meer slechts één methode kiezen maar de verschillende methodes allemaal doorrekenen en zo meer duidelijkheid te verschaffen (Irwin, 2015).

Ook de Europese Centrale Bank (hierna ECB) heeft hier in een artikel veel aandacht aan besteed aan dit onderwerp en stelt dat er veel verschillende methodes zijn (Lojsch, Rodríguez-Vives, & Slavík, 2011). De meest voorkomende methode is echter de *Excessive Debt Procedure*, welke ook door de ECB als standaardmethode wordt gezien. In deze methode wordt er gekeken naar alle passiva die aan het eind van het jaar van alle als overheid aangemerkte entiteiten aanwezig zijn. De uitstaande schuld wordt altijd uitgedrukt in percentage ten opzichte van het binnenlands bruto product. Zie figuur 1, waarbij D_t de totale staatsschuld is (Lojsch, Rodríguez-Vives, & Slavík, 2011).

fig. 1

$$\frac{D_t - D_{t-1}}{GDP_t} = \frac{EXP_t - REV_t}{GDP_t} + \frac{DDA_t}{GDP_t}$$

Figuur overgenomen uit (Lojsch, Rodríguez-Vives, & Slavík, 2011)

In de vergelijking die de ECB, figuur 1, heeft opgesteld kan men duidelijk onderscheid maken tussen enerzijds het verschil tussen de overheidsinkomsten en uitgaven en de *deficit-debt adjustment* anderzijds. Onder deze benaming scharen de auteurs kosten voor het (her)financieren van de huidige totale schuld, herwaardering van de schulden, koersschommelingen en andere statistische veranderingen (Lojsch, Rodríguez-Vives, & Slavík, 2011). De huidige hoeveelheid schuld kan dus ook de oorzaak zijn van een nieuwe berg schuld zonder dat de overheid primair meer uitgeeft dan wat het een inkomsten ontvangt.

Schuldquota.

De schuldquota, *debt-to-GDP-ratio*, is essentieel om verschillende hoogtes van staatsschuld tussen de landen te vergelijken. De gemiddelde schuldquota in de Europese Unie is de afgelopen jaren flink gestegen van ongeveer 65% in 2007 naar ruim 90% in 2015 ¹. Het verschil tussen “koploper” Griekenland die met ruim 175% een van de grootste staatsschuld heeft ten opzichte van haar binnenland bruto product in de wereld, heeft Estland slechts een schuldquota van nog geen 10 procent. Hieruit kan worden gesteld dat de onderlinge verschillen binnen de Europese Unie erg groot zijn. Ook buiten Europa is er een groot contrast in schuldquota tussen verschillende landen. Japen en Zimbabwe hebben beide een schuldquota boven de 200% terwijl Saoedi-Arabië en Rusland een schuldquota van onder de 15% hebben ².

Wie betaald de staatsschuld?

Hiermee rijst meteen de volgende vraag; wie betaald er eigenlijk de staatsschuld (indien deze aanwezig is)? De Britse Econoom Abraham Lerner beargumenteerde dat de staatsschuld indien terugbetaald in de volgende generatie ook altijd betaald zal worden aan personen in deze volgende generatie. “We owe it to ourselves.” (Lerner, 1948). Het zou dus enkel effect hebben op de verdeling van de welvaart maar niet op de totale welvaart. Buchanan maakt op zijn beurt onderscheid tussen de financiële kosten en het algemene nutsverlies. Hij stelt dat toekomstige generaties minder resources tot hun beschikking hebben door het moeten terugbetalen van de staatsschuld (of de kosten voor het aanhouden hiervan) en daardoor weldegelijk een nutsverlies hebben (Buchanan, 1964).

Meer recent wordt deze discussie gevoerd door Economen Paul Krugman en Nick Rowe. Eerstgenoemde geeft aan dat in het huidige politieke klimaat waar populisme hoogtij voert keer op keer dezelfde denkfout wordt gemaakt en dat we toekomstige generaties opzadelen met schulden is in zijn ogen complete dan ook onzin. Omdat, in lijn met het argument van Lerner, we de welvaart enkel verplaatsen is er volgens Krugman geen welvaartsverlies (Krugman, 2012). Rowe ziet daarentegen wel een welvaartsverlies optreden waar toekomstige

¹ Eurostat.eu opgeroepen op 7 juli 2016 - <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina225&plugin=1>

² CIA.gov opgeroepen op 7 juli 2016 – <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/rankorder/2186rank.html>

generaties de dupe van zijn. In een simpel rekenvoorbeeld laat hij zien dat ondanks totale consumptie gelijk blijft generaties in de toekomst minder te consumeren hebben in het geval van een staatschuld in eerdere periodes (Rowe, 2011). Belangrijk te benoemen is dat Rowe ervan uit gaat dat er een complete terugbetaling van de staatschuld zal plaatsvinden.

Waarom hebben landen een staatschuld?

Naast extra risico's brengt een staatschuld namelijk ook jaarlijks extra kosten met zich mee. Toch is het zo dat overheden of machthebbende al eeuwen geleden geld leenden om hun uitgaven te financieren. In eerste instantie werd dat geld niet altijd terugbetaald, maar met de oprichting van de Bank of England en de daarbij behorende staatsobligaties is daar vanaf de 17^e eeuw verandering in gekomen. Tegenwoordig worden de schulden vrijwel altijd afbetaald en gaan er weinig landen bankroet.

Een belangrijke reden voor een overheid om meer geld uit te geven dan dat het aan inkomsten krijgt is *consumption smoothing*. Dit wil zeggen dat men via intertemporele ruil probeert toekomstige consumptie naar het nu te verplaatsen. Omdat individuen dit alleen binnen hun eigen leven kunnen spelen de overheid een cruciale rol om dit ook tussen generaties te kunnen faciliteren. Men gaat ervan uit dat toekomstige generaties meer *human-capital* genereren en productievere technologie tot hun beschikking hebben. Daardoor zullen toekomstige generaties een hoger welvaartsniveau bereiken. Om deze totale welvaart meer uit te smeren over de generaties kan met dus een "lening" op de toekomst nemen, iets wat een positief effect heeft op de totale welvaart (Cecchetti, Mohanty, & Zampolli, 2011).

Onderzoek aan de School of Economics and Management in Lissabon laat daarnaast zien dat hogere waarden van de schuldquota resulteren in een hogere groei van *total factor productivity* (Afonse & Jalles, 2011). Deze TFP is een duidelijke maatstaf is voor technologische ontwikkeling en vooruitgang. Door extra overheidsuitgave kan er meer geïnvesteerd worden om zo de economische groei verder aan te wakkeren en ook hier later weer extra de vruchten van te plukken. Nobelprijswinnaar James Buchanan is het hier niet mee eens en beschrijft in zijn monoloog *Public Principles of Public Debt* dat de staatschuld juist eigenlijk hetzelfde is als het omhakken van de appelbomen om er nu brandhout van te maken en daarmee de oogst van de boomgaard in de toekomst verkleinen (Buchanan J. , 1958).

Het vernietigen van resources voor toekomstige generaties is niet het enige potentiële probleem van overheidsbestedingen en het aangaan van een staatsschuld. Macro-econoom Robert J. Barro publiceerde in 1989 een artikel in *The Journal of Economic Perspectives* waarin hij beschrijft dat overheidsuitgaven, met als mogelijk gevolg een staatsschuld, geen effect hebben op de echte economie (Barro, 1989). Hij geeft aan dat huidige belastingbetalers anticiperen op de toekomst. Door de verwachte hogere belastingen in de toekomst zullen ze in de huidige periode minder uitgeven. Deze theorie, het Barro-Ricardo-equivalentietheorema, gaat er echter wel vanuit dat belastingbetalers perfect de toekomst kunnen voorspellen en daar dan ook naar handelen. Dit wordt onder andere door Buchanan niet volledig voor waarheid aangezien, omdat hij beweert dat toekomstige belastingen niet volledig naar het heden worden verdisconteerd door belastingbetalers (Buchanan & Wagner, 1977).

Een ander argument tegen extra overheidsuitgave is het vermeende *crowding out effect* van private investeringen. Doordat de overheid extra investeringen doet zal de markt als gevolg dit zelf nalaten. Daardoor zullen er netto geen extra investeringen zijn. Onderzoek heeft echter aangetoond dat overheidsuitgaven niet per definitie ervoor zorgen dat private investeerders zich terugtrekken. In sommige gevallen is zelfs bewezen dat overheidsuitgaven een *crowding in effect* hebben (Friedman, 1978).

Risico's staatsschuld.

De discussie of overheidsuitgave en de daaruit mogelijk resulterende staatsschuld effect hebben op de economie wordt tot en met de dag van vandaag gevoerd. Feit is wel dat alle landen een staatsschuld hebben, zij het in grote of minder grote mate. Om na te gaan welk risico deze schulden met zich mee brengen kan het beste onderscheid worden gemaakt tussen schuldfinancierbaarheid, schuldbetaalbaarheid en schuldhoudbaarheid.

Een hoge staatsschuld heeft meestal een negatief effect op de financierbaarheid van deze schuld en toekomstige te verwachten tekorten. Uit onderzoek is gebleken dat een toename van één procent van de schuldquote een verhoging van tien basis punten op de lange termijn rente te weeg brengt (Ardagna, Vaselli, & Lane, 2007). Een hoge staatsschuld brengt daarom logischerwijs ook meer kosten met zich mee. Tevens legt een hoge financieringsbehoefte op

de korte termijn ook druk op de liquiditeitseis en zullen de hieraan verbonden risico's hiervan toenemen.

Voor de schuldbetaalbaarheid van een land wordt gekeken naar hoe makkelijk de staatsschuld (deels) afgelost kan worden indien nodig. Wanneer de rentebetalingen op de staatsschuld meer dan één tiende van de overheidsuitgave zijn, wordt dit beschouwd als een groot risico. Het zal derhalve voor het desbetreffende land erg lastig worden om haar schuld op termijn af te lossen. In het verlengde hiervan ligt de schuldhoudbaarheid. Op de korte termijn is de staatsschuld houdbaar als er aan de betalingsverplichtingen voldaan kan worden. Daarentegen is op de langere termijn de solvabiliteitseis belangrijker. Hierbij wordt gekeken in hoeverre de overheid in staat is om de schuld op hetzelfde niveau te houden of om de schuld te reduceren naar een bepaald niveau. Overheidsuitgaven die automatisch groter worden zonder dat hier in gesneden kan worden hebben een slechte invloed op de schuldhoudbaarheid van een land (Wijffelaars, 2015).

Al deze benoemde risico's en hoogte van de staatsschuld resulteren naast vele andere factoren in een kredietbeoordeling van de alom bekende *Rating Agency's*. Naast het feit dat deze ratings op zichzelf invloed hebben op de schuldfinancierbaarheid, een lagere rating gaat immers gepaard met hogere risicopremies, zegt het ook wat over de algehele gesteldheid van de economie binnen een bepaald land. Recent onderzoek toont echter aan dat deze kredietbeoordelaars hun beoordelingen traag aanpassen en vooral veel waarde hechten aan reeds gegeven beoordelingen (Hagenbeek, 2014).

Optimale hoeveelheid staatsschuld?

Dan rest ons enkel nog de vraag: is er een optimale hoeveelheid staatsschuld? Bij een te lage staatsschuld wordt er misschien niet optimaal gebruik gemaakt van de mogelijkheden en bij een te hoge staatsschuld nemen de risico's en kosten juist toe. In een recent maar inmiddels veel besproken artikel gepubliceerd in de *American Economic Review* schrijven de onderzoekers dat bij een schuldquota boven de 90% de groei drastisch lager is dan onder een percentage onder deze drempel (Reinhart & Rogoff, 2010).

Het artikel van Reinhart & Rogoff heeft inmiddels ook veel stof doen opwaaien binnen de academische wereld. In navolging van het geschreven artikel in 2010 hebben verschillende onderzoekers geprobeerd de technieken van Reinhart & Rogoff te verfijnen of te verbeteren. Zo stellen óók onderzoekers aan de Bank for International Settlements dat er een drempel is waarna de schuld een negatief effect op groei zal hebben. Na onderzoek gedaan te hebben naar 18 OECD-landen over een periode tussen 1980 en 2010 komen ze uit op een schuldquota drempel van 85% (Cecchetti, Mohanty, & Zampolli, 2011).

Ook de Europese Centrale Bank dat schuld op de korte termijn een positieve werking heeft op groei maar dat bij een schuldquota van 67% dit effect nagenoeg verwaarloosbaar is geworden. Bij hoge *debt-to-GDP ratio's*, gedefinieerd als een ratio boven de 95%, heeft extra schuld een negatief effect op de groei. Dit bewijzen de onderzoekers aan de hand van een dataset van 12 Europese landen over de periode 1990 – 2010 (Baum, Cehcerita-Westphal, & Rother, 2012). Een ander onderzoek, welke gebruik maakt van data uit 155 verschillende landen, toont aan dat een verhoging van de schuldquota met 10% wanneer de schuldquota al boven de 90% is, dit een negatieve groei van 0,2% veroorzaakt. Andersom geldt, dat wanneer de originele schuldquota slechts 30% is, een verhoging van 10% zal resulteren in positieve groei van 0,1%. Ook hier berekenen de auteurs het omslagpunt schuldquota en komen uit op 59% (Afonse & Jalles, 2011).

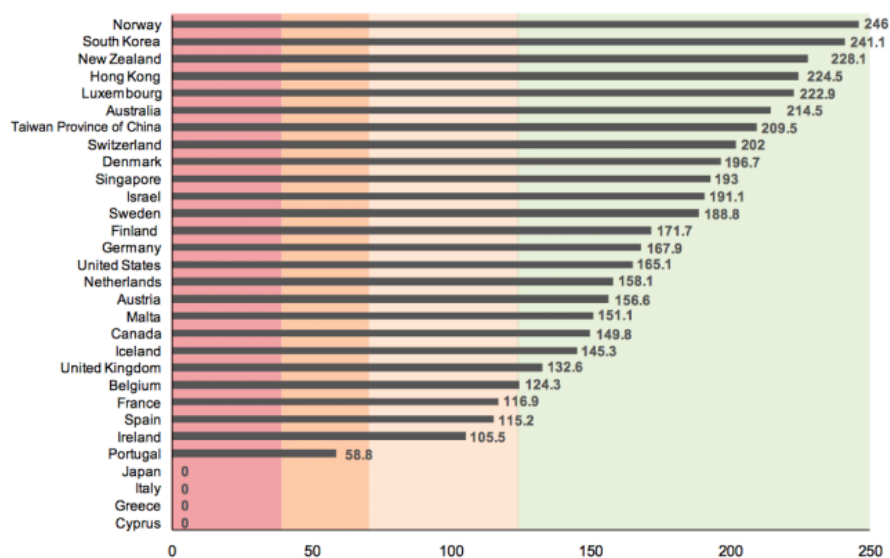
Waar bovenstaande bevindingen allen een drempelwaarde aangeven waarbij extra schuld de economie niet meer bevordert stelt het CERDI dat er twee drempelwaardes zijn. Landen met een schuldquota boven de 90% hebben inderdaad een minder grote economische groei dan landen met een lagere schuldquota. Ook stellen de onderzoekers dat landen met een schuldenquota boven de 115% juist weer een grotere groei hebben, een die niet significant anders is dan de groep onder de 90% (Mineia & Parent, 2012). Deze resultaten laten voor het eerst zien dat de schuldquota een niet lineair effect heeft op groei. Derhalve vinden de onderzoekers het belangrijk dat er eerst onderzoek gedaan moet worden naar de redenen voor deze non-lineariteit voordat er conclusies getrokken kunnen worden.

Het door het IMF gepubliceerde artikel "*Debt and Growth: Is there a Magic Threshold?*" spreekt het bestaan van een drempel of verschillende drempels echter compleet tegen. Er wordt geen

bewijs gevonden voor een specifieke drempel waarna de groeiverwachtingen lager dan wel hoger worden (Pescatori, Sandri, & Simon, 2014). Wel laten de schrijvers zien dat de richting (verkleinen of vergroten) van de staatsschuld een belangrijke rol speelt. Een land met een hoge maar afnemende schuldquota groeit even hard als een land met een lagere schuld. In navolging van dit artikel publiceerde het IMF in 2015 nog een rapport. In dit rapport wordt er gekeken bij welke waarde het verstandig is om de staatsschuld te reduceren. Zoals ook in het artikel van Pescatori et al. beschreven staat geloofd het IMF niet in harde drempelwaardes maar gaan ze voor een andere aanpak. Ze kijken namelijk naar de staatsschuld in verhouding met de staatsschuld limiet voor dat land. Het IMF gebruikt data van rating bureau Moody's om de landen op te delen in drie verschillende zones, zie figuur 2.

Landen die geen ruimte meer hebben bevinden zich rode/oranje zone en hebben in de ogen van het IMF geen keus en moeten tot schuldreductie over gaan. In de gele zone zitten landen waar de grote van staatsschuld een groter risico begint te worden maar of schuldreductie pertinent nodig is voor landen binnen deze groep laat het IMF in het midden. In de laatste categorie, de groene zone, bevinden zich landen waarbij er nog genoeg ruimte is en waar de staatsschuld geen of weinig risico's met zich mee brengt. Het IMF schrijft dat schuldreductie voor deze landen niet welvaart verhogend is omdat de kosten om de schuld te reduceren hoger zijn dan de winst die behaald wordt met een lagere staatsschuld (Ostry, Ghosh, & Espinoza, 2015).

fig. 2



Illustratie overgenomen uit (Ostry, Ghosh, & Espinoza, 2015)

In tegenstelling tot het IMF schrijft Klaus Adam, professor aan de Universiteit van Mannheim, in zijn onderzoek naar staatsschuld en optimaal monetair en fiscaal beleid, dat de optimale hoeveelheid staatsschuld juist altijd gelijk is aan 0. Dit zou dus betekenen dat alle landen aan schuldreductie zouden moeten doen. In het onderzoek benoemt Adam dat de optimale snelheid waarmee dat moet gebeuren verschilt per staat. Een land dat dat niet makkelijk zijn uitgavepatroon kan aanpassen en een lage schuldhoudbaarheid heeft wordt geadviseerd in een sneller tempo de schuldreductie te bewerkstelligen ten opzichte van landen die een hoge schuldhoudbaarheid hebben (Adam, 2011).

Concluderend kan men stellen dat staatsschuld ook in de academische wereld een hot-topic is waar veel verdeeldheid heerst. Wel valt met zekerheid vast te stellen dat de verschillen in schuldquota zowel binnen de Europese Unie als daarbuiten erg groot zijn. Over of overheidsuitgave daadwerkelijk de economie stimuleren en wie er uit eindelijk de overheidsschuld economisch gezien betaald zijn de academici het niet eens. Vaak met een klassieke strijd tussen de Keynesiaanse denkwijze en het neoliberalisme als gevolg. Daarnaast kan gesteld worden dat er geen “optimale schuldquota” bestaat en er geen duidelijke drempelwaarde is van de schuldquota waarna extra schuld slecht is voor de economie. Wel is duidelijk dat merendeel van de onderzoeken dezelfde kant op wijzen. Het concept van het IMF waarin specifieke drempelwaardes onbesproken blijven maar meer in zones gekeken wordt is daarom een logisch vervolg.

In het volgende hoofdstuk wordt gekeken naar de specifieke situatie van de Nederlandse staat. Hierin wordt vaak gerefereerd naar eerdergenoemde artikelen en rapporten. Op basis van de al reeds besproken literatuur en nieuwe specifiek op Nederland gerichte bronnen wordt er in hoofdstuk IV een beleidsadvies gegeven voor de Nederlandse staatsschuld.

III. Casestudy Nederland

In het reeds besproken literatuuronderzoek, zie hoofdstuk 2, is een helder kader opgesteld waarbinnen de situatie van de Nederlandse staatsschuld besproken kan worden. Om te beginnen is het belangrijk de grote van de Nederlandse staatsschuld te bepalen. Daarnaast is het belangrijk om de Nederlandse staatsschuld in een historisch perspectief te plaatsen en de schuldquota te vergelijken met de schuldquota van omliggende en soortgelijke landen. Tevens

is er gekeken is ook naar wie de schuldeisers van de Nederlandse staatschuld zijn en welke richtlijnen de Europese Commissie gesteld heeft met betrekking tot begrotingspolitiek. Daarnaast laat onderzoek naar de economische effecten van de bezuinigingen van afgelopen jaren zien welk effect overheidsinvesteringen in Nederland hebben. Aan de hand van verschillende definities van staatschuldrisico's die in het literatuuronderzoek verkregen zijn, zijn de risico's van de Staatsschuld van Nederland uitgelicht. Tot slot is er gekeken hoe de schuldquota van Nederland zich verhoudt tot de gevonden drempelwaardes uit de reeds besproken literatuur.

De Nederlandse staatsschuld in perspectief.

De laatste jaren is de Nederlandse staatsschuld erg gestegen. Volgens de Miljoenennota (2016) loopt de Nederlandse staatsschuld in 2016 op tot een ruime 466 miljard euro. Ter vergelijking, vijf jaar geleden bedroeg de totale Nederlandse staatsschuld minder dan 400 miljard euro. De stijging van de afgelopen jaren is met name te verklaren door interventies in de financiële sector, leningen aan andere eurolanden en overheidstekorten (Lukkezen & Suyker, 2013) . Niet alleen de absolute waarde van de staatsschuld is de afgelopen jaren erg toegenomen ook de schuldquota is gestegen. De schuldquota steeg in de jaren 2007 – 2012 met 25,9%-punt naar 71%. Naast oplopende tekorten en de overige eerder benoemde redenen, heeft ook het noemereffect invloed gehad op deze stijging. Door de daling van het BBP in 2009 nam de schuldquota automatisch toe. Sinds 2012 is de schuldquota mede door de economische groei weer teruggedrongen naar een verwachte schuldquota van 66,2% in 2016.

fig. 3

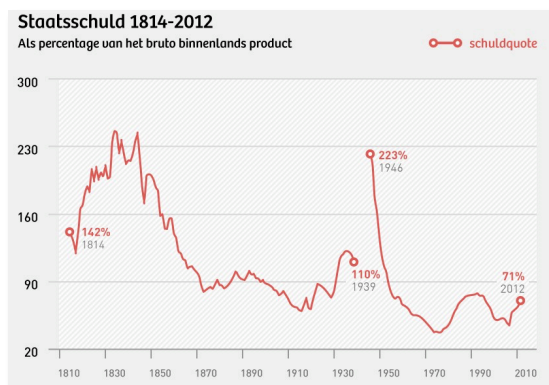
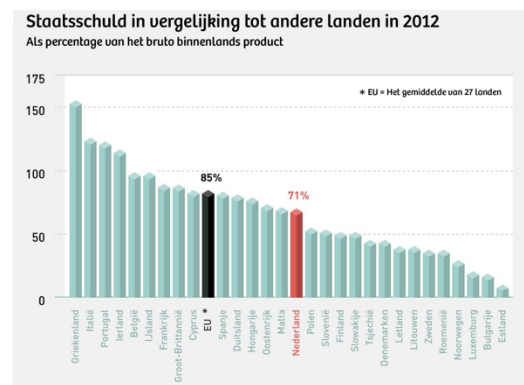


fig. 4



Illustraties overgenomen uit (Tokmetzis, 2013)

Op basis van een overzicht van de Nederlandse schuldquota sinds 1814 (fig. 3) kan men stellen dat de hoogte van de schuldquota historisch gezien niet extreem is en zelfs aan de lage kant. Ook wanneer de Nederlandse schuldenquota in Europees perspectief wordt bekeken (fig. 4), lijkt de hoogte hiervan wel mee te vallen. Behalve de lagere staatsschuldquota van Nederland vergeleken met buurlanden België en Duitsland zit Nederland ook onder het algehele gemiddelde van de Europese Unie. Van alle middelgrote en grote Europese landen heeft Nederland zelfs de laagste staatsschuldquota (Lukkezen & Suyker, 2013).

Wie zijn de schuldeisers?

De Nederlandse overheidsschuld wordt voor het overgrote deel gefinancierd door middel van obligaties en andere langlopende leningen. Op deze obligaties is de Nederlandse overheid over het algemeen rente verschuldigd. Het afgelopen jaar is de effectieve rente op Nederlandse staatsobligaties echter sterk gedaald. De tweejaarsrente daalde de afgelopen tien jaar van 4% naar het nulpunt en is momenteel zelfs negatief. Ook op recentelijk uitgegeven langer lopende staatsobligaties betaald de overheid tegenwoordig geen rente meer. Zo haalde de Nederlandse staat in juni 2016 4,8 miljard euro op met obligaties met een looptijd van 5 jaar en was de effectieve rente -0,233% (ten Bosch, 2016). Daarnaast daalde ook de tienjaarsrente op Nederlandse obligaties onder de 0%. Deze negatieve rente zorgt ervoor dat de Nederlandse overheid minder geld aan rentelasten kwijt is. Daarbij krijgt de Nederlandse overheid zelfs geld toe krijgt op de nieuwe obligaties wanneer extra staatsschuld wordt aangeaan. Herfinanciering van de reeds ontwikkelde staatsschuld kan er tevens toe leiden dat de rentelasten hierover drastisch dalen. Dit zal een positief effect hebben op de begroting voor het lopende jaar.

fig. 4



Illustratie: RTL Z

Wanneer er gekeken wordt naar de schuldeisers van de Nederlandse staatsschuld, zien we dat meer dan de helft van de Nederlandse staatsschuld in handen is van buitenlandse partijen. Nederlandse banken, pensioenfondsen en verzekeraars zijn de houders van de rest van de Nederlandse staatsschuld. Deze verhouding tussen buitenlandse en binnenlandse schuldeisers wijkt niet af van de gemiddelde trend in Europa en zit onder de drempel van 60% waarboven de buitenlandse schuld excessieve kan worden gezien (Wijffelaars, 2015).

Stabiliteits- en Groeipact

Alhoewel de Nederlandse overheid volledig over zijn eigen begroting gaat heeft de overheid zich wel te gedragen naar een aantal afspraken die gemaakt zijn met de Europese Unie. Het in 1992 ondertekende verdrag van Maastricht geeft regeringen binnen de Europese Unie een duidelijk richtlijn waaraan hun begrotingspolitiek aan moet voldoen. Het verdrag stelt een maximale staatsschuldquota van 60% en een maximaal begrotingstekort van 3%. Vijf jaar later zijn deze afspraken in het Stabiliteits- en Groeipact verder geformaliseerd en zijn sancties opgesteld. Tot op heden heeft de Europese Commissie echter geen boetes opgelegd aan landen die zich niet aan de regels hielden. België is in het verleden al aan een boete ontsnapt. Ook Frankrijk heeft verschillende waarschuwingen gekregen maar heeft het extra tijd gekregen om haar begroting op orde te maken zonder het krijgen van sancties. Zeer recentelijk zijn Portugal en Spanje de dans ontsprongen. De twee landen hadden een begrotingstekort van respectievelijk 4,4% en 5,1% maar ook hier zijn door de Europese Commissie geen sancties voor opgelegd en krijgen beide landen extra tijd om hun begroting op orde te krijgen (Segenhout, 2016).

Effect van overheidsbestedingen in Nederland.

Zoals in het literatuuronderzoek naar voren is gekomen is er een duidelijke tweedeling in de academische wereld over of, en in hoeverre, overheidsinvesteringen effect hebben op de reële economie. Onderzoek door het Centraal Plan Bureau toont echter aan dat de bezuinigingen die door de Nederlandse overheid sinds 2011 zijn doorgevoerd resulteren in een economische schade ter grote van 5,1% van het BBP (Suyker, 2015). Hieruit kan worden opgemaakt dat de overheidsinvesteringen wel degelijk economische gevolgen hebben. Recentelijk onderzoek door Bas Jacobs, hoogleraar openbare financiën en economisch beleid aan de Erasmus

Universiteit in Rotterdam, toont ook aan dat het begrotingsbeleid van de afgelopen jaren deels debet is aan de grootte van de crisis in Nederland. Jacobs berekent dat door diezelfde extra bezuinigingen de Nederlandse economie met bijna 6% gekrompen is (Jacobs, 2015). De hierdoor misgelopen extra inkomsten voor de overheid zijn immens. Gekeken naar de arbeidsmarkt zien we dat 6% groei en werkgelegenheid gelijk staat aan 385.000 – 420.000 extra arbeidsplaatsen, een substantieel deel van de Nederlandse werkloosheid. De nu gerealiseerde besparingen in lagere rentelasten zijn hierbij vergeleken verwaarloosbaar (Jacobs, 2015).

Risico's Nederlandse staatschuld.

De risico's van de Nederlandse staatschuld spelen een belangrijke rol voor de toekomst. In het literatuuronderzoek zijn deze risico's uitgesplitst in drie verschillende categorieën: schuldfinancierbaarheid, schuldbetaalbaarheid en schuldhoudbaarheid. Het risico met betrekking tot de financierbaarheid van de Nederlandse staatschuld is gezien het huidige renteklimaat niet erg groot. Zoals eerder genoemd betaalt de Nederlandse overheid extreem lage dan wel negatieve rentes en over zijn nieuwe uitstaande staatsschuld. Gezien het huidige opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank, waarbij het elke maand voor 80 miljard euro aan Europese staatsobligaties opkoopt, en de *triple-A ratings* die Nederland op het moment krijgt van alle kredietbeoordelaars zal hier op korte en middellange termijn weinig verandering in komen. Door oplopende overheidstekorten kan er een grotere financieringsbehoefte ontstaan. Dit kan een negatief effect op de financierbaarheid maar voorlopig zijn er nog geen aanwijzingen die duiden op een hogere rente op de Nederlandse obligaties.

Ook de betaalbaarheid van de Nederlandse staatschuld is geen probleem gezien het renteklimaat. In het literatuuronderzoek wordt gerefereerd naar een grens van 10% rentebetalingen als percentage van de overheidsinkomsten, gesteld door verschillende kredietbeoordelaars om de schuldbetaalbaarheid te meten (Wijffelaars, 2015). Volgens de Miljoenennota van 2016 komt betaalt Nederland datzelfde jaar 7,8 miljard euro aan rentelasten tegen 253,5 miljard euro aan inkomsten. Dit komt neer op 3,1% wat ver onder de gestelde grens van 10% zit.

Het grootste risico met betrekking tot de Nederlandse staatschuld bevindt zich in de

houdbaarheid daarvan. Op de lange termijn is het noodzakelijk dat de Nederlandse staatschuld stabiliseert of af te bouwen is. Indien dit niet het geval is, zal de Nederlandse staatschuld alleen maar stijgen tot het op een gegeven moment niet meer houdbaar is. Eén van de belangrijkste trends aangaande de houdbaarheid is de toenemende vergrijzing. Omdat Nederland leunt op een ruim sociaal stelsel zullen de kosten hiervan de komende jaren toenemen. Dit heeft een negatieve invloed op de houdbaarheid van de Nederlandse staatschuld. Door houdbaarheidsmaatregelen zoals verhoging van de pensioengerechtigde leeftijd en versoering van de hypotheekrenteaftrek heeft de overheid echter de houdbaarheid van de Nederlandse staatsschuld de afgelopen jaren steeds verbeterd (Lukkezen & Suyker, 2013). In 2017 verwacht het Centraal Plan Bureau zelfs een positief houdbaarheidssaldo. Dit geeft eventueel ruimte voor extra bestedingen.

Drempelwaardes voor Nederland.

In het literatuuronderzoek is ruim aandacht besteed aan het onderzoek dat gedaan is naar de drempelwaarde waarna een hogere schuldquota een slechte invloed heeft op groei van het BPP. Bijna alle onderzoeken komen tot een eenzelfde conclusie: een extreem hoge schuldquota heeft een negatief effect heeft op toekomstige groei. De drempelwaardes variëren echter van 59% tot 95% en geven dus geen eenduidig antwoord. Gekeken naar de huidige schuldquota van de Nederlandse Staat, 66,2% in 2016, kan men stellen dat de schuldquota onder vrijwel alle verkregen drempelwaardes blijft. Onderzoek aan de hand van specifieke data voor Nederland wijst zelfs uit dat de vermeende drempelwaarde voor de Nederlandse schuldquota tussen de 125,1% en 129% zit (Koetsier & Unger, 2011). Het huidige niveau van de staatschuld ligt hier ver onder. In het door het IMF ontwikkelde model, welk het bestaan van drempelwaardes tegenspreekt, worden landen in verschillende categoriseren ingedeeld. Nederland bevindt zich volgens dit IMF-model in de veilige groene zone waarin schuldenreductie niet welvaart-verhogend is.

Op basis waarin Nederland zich op dit moment verkeerd, kunnen een aantal conclusies worden getrokken: Ten eerste kan worden gesteld dat ondanks de economische crisis en de daardoor grotere wordende staatsschuld, de Nederlandse staatsschuld op dit moment niet extreem hoog is. In Europees perspectief bevindt Nederland zich onder het gemiddelde en in historisch perspectief hebben we zelfs een lage schuldquota. Ten tweede kan worden gesteld dat de

Nederlandse staatschuld zo goed als eerlijk verdeeld is over binnen- en buitenlandse schuldeisers, welke via obligaties of andere financiële producten met langere looptijd rente genieten. De rente die hierover betaald wordt door de Nederlandse overheid is erg laag en in de meest recente gevallen zelfs negatief. Dit in combinatie met andere factoren zorgt voor een laag financierings- en betaalbaarheidsrisico. Tot slot is er een positief effect van overheidsinvesteringen bewezen, en bevindt Nederland zich nog onder de drempelwaardes waarop dit effect kantelt.

IV. Beleidsadvies

Er kan een duidelijk beleidsadvies voor de Nederlandse overheid worden gegeven op basis van de gedane casestudy binnen het gestelde kader van het literatuuronderzoek. Op korte termijn is het aflossen van de staatsschuld niet noodzakelijk. Onderzoek toont aan dat extra bezuinigingen een negatief effect zullen hebben op de economische groei van Nederland. Doordat de rentelasten op dit moment erg laag zijn, moet de overheid gebruik maken van zijn mogelijkheden om de economie te stimuleren. Dit betekent echter niet dat de overheid met geld moet gaan smijten. De keuze om extra overheidsgeld te investeren moet nog altijd van de rentabiliteit van de specifieke investering af hangen. Gezien de afspraken die gemaakt zijn met de Europese Commissie is het wel verstandig om binnen een begrotingstekort van 3% van het BBP. Ook al zijn tot op heden sancties van de Europese Commissie uitgebleven, wordt dit geadviseerd om het imago van Nederland niet te schaden. De focus zal dus meer moeten liggen op hoe en waaraan er geld wordt uitgegeven dan op hoeveel. Op lange termijn is het verstandig de risico's goed in de gaten te houden. Duurzame oplossingen bedenken voor een veranderende samenleving zijn prioriteit, zodat de schuldhoudbaarheid verbetert. Gezien de huidige literatuur kan staatschuld de komende decennia oplopen tot bijna 90% van het BBP zonder dat dit een negatief effect te hebben op de groei van Nederland.

IV. Conclusie

Gezien de enorme hoeveelheid aan artikelen omtrent het onderwerp staatsschuld heeft de economische en academische wereld de afgelopen vijftig jaar niet stil gezeten. Met name de laatste jaren is begrotingspolitiek een hot-topic. Uitgebreid literatuuronderzoek toont aan dat

de economische wereld geen exacte wetenschap is. De tweesplitsing tussen het neoliberalisme en klassieke gedachtengoed is ook bij dit onderwerp goed kenbaar. Dit onderzoek laat zien dat verschillende onderzoeken aantonen dat overheidsingrijpen effect een positief effect heeft op groei van het BBP. Over de grootte van de optimale schuld zijn de meningen verdeeld. Daarom is het niet mogelijk de in de inleiding gestelde kernvraag te beantwoorden. Er is gekeken hoe de Nederlandse zich op dit moment verhoudt ten opzichte van de beschikbare literatuur. In de casestudy komt naar voren dat de risico's van de Nederlandse staatschuld momenteel laag zijn en dat de schuldquota zich onder de verschillende geopperde drempelwaardes bevindt. Het beleidsadvies wat daaruit volgt is daarom dan ook dat de overheid op korte termijn de overheid extra geld kan uitgeven, zolang ze de rentabiliteit en solvabiliteit van haar bestedingen in ogenschouw houdt. Op lange termijn is het noodzakelijk de risico's te monitoren, de houdbaarheid te verbeteren en de schuld niet te hoog te laten oplopen. Vervolgonderzoek kan helpen een exacte drempelwaarde te bepalen waar alle economen het over eens zijn. Gezien de uiteenlopende denkwijzen in de economie is dit waarschijnlijk een utopie.

Bibliografie

- Adam, K. (2011).** Government debt and optimal monetary and fiscal policy. *European Economic Review* , 57-74.
- Afonse, A., & Jalles, J. (2011).** *Growth and Productivity: the role of Government Debt*. School of Economics and Management, Department of Economics, University of Lisbon. ISEG Working Papers.
- Ardagna, S., Vaselli, F., & Lane, T. (2007).** Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service: Some Estimates for OECD Countries. *The B.E. Journal of Macroeconomics* , 7 (1).
- Barro, R. (1989).** The Ricardian Approach to Budget Deficits . *The Journal of Economic Perspectives* , 37-54.
- Baum, A., Cehcerita-Westphal, C., & Rother, P. (2012).** Debt and Growth: New Evidence for the Euro Area. *Working Paper Series* .
- Bouman, M. (2016).** Het geld klotst weer tegen de plinten; het schrijven van verkiezingsprogramma's wordt straks een feest. *Financieel Dagblad* .
- Buchanan, J. M., & Wagner, R. E. (1977).** Democracy in Deficit The Political Legacy of Lord Keynes. In J. M. Buchanan, *Collected Works of James M. Buchanan*. Liberty Fund.
- Buchanan, J. (1958).** Public Principles of Public Debt A Defense and Restatement. In *The Collected Works of James Buchanan*. Liberty Fund, Inc.
- Buchanan, J. (1964).** Public Debt, Cost Theory, and the Fiscal Illusion. In J. M. Fergeson, *Public Debt and Future Generations*.
- Cecchetti, S., Mohanty, M., & Zampolli, F. (2011).** The real effects of debt. *BIS Working papers* (352).
- Friedman, B. (1978).** Crowding out or crowding in? The Economic Consequences of Financing Government Defecits. *Brookings Papers on Economic Activity* , 593-654.
- Grauwe, P. d. (2003).** The Stability and Growth pact in need of reform.
- Hagenbeek, O. (2014).** *De Macro-economische Determinanten van de Kredietbeoordeling van een Land*.
- Irwin, T. (2015).** *Defining the Government's Debt and Defecit*. IMF Working Paper.
- Jacobs, B. (2015, november 15).** Overheid heeft met falens begrotingbeleid een derde van de Grote Recessie veroorzaakt. *Financieel Dagblad* .
- Koetsier, I., & Unger, B. (2011).** De grens van de Nederlandse staatschuld. *Economisch Statistische Berichten* (96), 58-59.
- Krugman, P. (2012, Oktober 12).** On The Non-burden of Debt . *The New York Tims* .
- Lerner, A. (1948).** The Burden of the National Debt. In M. e. al, *Income, Employment and Public Policy, Essays in Honour of Alvin Hanson* (pp. 255-275). New York: W.W. Norton.
- Lojsch, D., Rodriguez-Vives, M., & Slavik, M. (2011).** *The Size and Composition of Government Debt in the Euro Area*. ECB.
- Lukkezen, J., & Suyker, W. (2013).** *De naakte feiten over de Nederlandse overheidsschuld*.
- Minea, A., & Parent, A. (2012).** *Is high Public Debt Always Harmful to Economic Growth?* CERDI.
- Ostry, J., Ghosh, A., & Espinoza, R. (2015, juni).** When Shouldd Public Debt Be Reduced? *IMF Staff Discussion Note* .
- Pescatori, A., Sandri, D., & Simon, J. (2014).** Debt and Growth: Is there a Magic Threshold. *IMF Working Paper* .
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010).** Growth in a Time of Debt. *American Economic Review* , 573-578.
- Rowe, N. (2011, Oktober 11).** *The burden of the (bad monetary policy) on future generations*. Opgeroepen op Juli 11, 2016, van Worthwhile Canadian Initiative: http://worthwhile.typepad.com/worthwhile_canadian_initi/2012/10/the-burden-of-the-bad-monetary-policy-on-future-generations.html
- Segenhout, J. (2016, mei 18).** Brussel schrikt terug voor sancties tegen Spanje en Portugal . *Financieel Dagblad* .
- Suyker, W. (2015).** *Presentatie: Geactualiseerde Blanchard-Leigh schattingen*. Centraal Plan Bureau, Economische Beleidsanalyse.
- ten Bosch, G. (2016, juni 16).** Staat leent kleine €5 mrd en krijgt geld toe. *Financieel Dagblad* .
- The Economist. (2015, juni 3).** How much is too much? . *The Economist* .
- Tokmetzis, D. (2013, oktober 2).** *De Nederlandse staatsschuld is niet te hoog*. Opgeroepen op juli 18, 2016, van De correspondent: <https://decorrespondent.nl/107/De-Nederlandse-staatsschuld-is-niet-te-hoog/5210579-d62f504a>
- Wijffelaars, M. (2015).** *De Europese (publieke) schuldenproblematiek*. Opgeroepen op juli 11, 2016, van Kennis en Economisch Onderzoek Rabobank: <https://economie.rabobank.com/publicaties/2015/mei/de-europese-publieke-schuldenproblematiek/>