

## Van schuld bewust

P.B. de Ridder\*

### Samenvatting

De introductie van de euro en de gelijktijdige overdracht van monetaire soevereiniteit heeft in combinatie met de bankencrisis geleid tot grote onevenwichtigheden binnen de Eurozone. De overdracht van monetaire soevereiniteit betekende namelijk dat het corrigerend mechanisme van de flexibele wisselkoers voor de lidstaten van de Eurozone buiten bereik was geraakt. Daarbij komt dat Europa, en dus ook Nederland, sinds het begin van de financiële crisis op een lager groeipad is beland. In deze bijdrage wordt aannemelijk gemaakt dat het hier niet gaat om conjunctuur, maar om aanpassing van bestedingen na een periode van door uitbundige kredietverlening aangevuurde economische groei. Het opgetreden groeiverlies is daarom permanent waardoor traditioneel anticyclisch beleid niet aan de orde kan zijn. Aanpassing van de overheidsfinanciën aan deze nieuwe werkelijkheid door middel van zowel bezuinigingen als hervormingen is daarom geboden.

Trefwoorden: euro, overheidsschuld, conjunctuur

### 1 Inleiding

De wereldeconomie wordt vandaag de dag gekenmerkt door grote onevenwichtigheden. Regio's met grote (spaar-)overschotten staan tegenover regio's met, per definitie, even grote tekorten. Binnen Europa of beter gezegd binnen de Eurozone is het van hetzelfde laken een pak. De Zuidelijke landen kampen met forse tekorten op de lopende rekening, terwijl de Noordelijke landen in wat lijkt op de aloude traditie van het mercantilisme, jaar in jaar uit overschotten accumuleren.

Sedert de bankencrisis van 2008 gaan deze onevenwichtigheden in de geïndustrialiseerde wereld tevens gepaard met een weinig florissante economische ontwikkeling. Het volume van het Amerikaanse bbp lag in 2011 maar net boven het niveau van 2007, terwijl de Eurozone het niveau van 2007 in 2011 zelfs niet wist te evenaren. Gemiddeld genomen is de economie van het Westen sinds 2007 tot stilstand gekomen en de hierboven gesignaleerde onevenwichtigheden, de kwade kansen in Azië daargelaten, beloven niet veel goeds voor de jaren die komen.

De Verenigde Staten staan immers met hun "twin deficit" – een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans van ruim 3% van het bbp en een overheidstekort van 10% van het bbp – als ook een staatsschuldquote van tegen de 100% van het bbp beleidsmatig voor een uitdagende toekomst. Ondanks pleidooien van gerenommeerde economen als Krugman, Stiglitz en Feldstein om er in de beste Keynesiaanse traditie nog maar weer een schepje bovenop te doen en het overheidstekort nog verder te laten oplopen, zullen de komende jaren desalniettemin in het teken staan van beperking van het overheidstekort.

Dezelfde contouren lijken zich voor Europa en de Eurozone af te tekenen. Ondanks een met de Verenigde Staten vergelijkbare staatsschuldquote staat de Eurozone er met een lopende rekening in evenwicht en een overheidstekort van 4% van het bbp op het eerste gezicht beter voor. Echter, binnen de Eurozone zijn de onevenwichtigheden groot en anders dan tot dusverre in de Verenigde Staten het geval is, hebben financiële markten

individuele lidstaten van de Eurozone uiteindelijk tot restrictief budgettair beleid gedwongen. Dit was overigens mede een gevolg van het destijds voor de Eurozone gekozen bestuursmodel, waarin de lidstaten wel hun monetaire, maar niet hun budgettaire souvereiniteit opgaven. In de plaats daarvan was er het Verdrag van Maastricht dat in feite al op 1 januari 2002 in de prullenmand verdween.

Al met al lijken hiermee de economische vooruitzichten niet al te vrolijk te stemmen. Het terugdringen van overheidstekorten en het gedeeltelijk afwikkelen van (te) hoog opgelopen schulden zal een proces zijn dat jaren vergt. Zowel in de Verenigde Staten als in Europa zullen tekort beperkende maatregelen de economische activiteit temperen en weinig ruimte laten voor economische groei. De komende vijf tot tien jaar, zeg dit decennium, zullen op zijn best gekenmerkt worden door gemiddeld genomen zeer trage economische groei, waarin kwartalen met economische krimp zullen worden afgewisseld door kwartalen met bescheiden expansie; het onvermijdelijke gevolg van met scherp oplopende schulden gefinancierde economische groei tijdens de eerste jaren van deze eeuw. Immers, in tal van landen heeft zowel de overheid als de particuliere sector gedurende een reeks van jaren boven zijn stand geleefd en de consequenties daarvan met de ogen dicht voor zich uitgeschoven.

## 2 Onevenwichtigheden in de Eurozone

Tot het moment van introductie van de euro op 1 januari 2002 bestond, voor wat later de Eurozone zou worden, een systeem van flexibele wisselkoersen. Ook toen kon een verschil in economisch beleid tussen Noord en Zuid worden opgemerkt. Tegenover de in het algemeen Noordelijke discipline met betrekking tot concurrentiepositie en overheidsfinanciën stond de lossere opstelling van de Zuidelijke landen. Voortdurende wisselkoersaanpassingen zorgden er evenwel voor dat de schade in de vorm van toenemende onevenwichtigheden behoorlijk werden beperkt en maskeerden daarmee tegelijkertijd het verschil in de wijze waarop inhoud werd gegeven aan het financieel economisch beleid.<sup>1</sup>

Nadat de Eurozone tot stand was gekomen veranderde er weinig in de wijze waarop Noord en Zuid vorm gaven aan het financieel-economisch beleid. Ondanks de afspraken die daarover in het Verdrag van Maastricht waren gemaakt. Want tegenover het Calvinistisch geïnspireerde Mercantilisme van het Noorden stond de Roomse blijmoedigheid van het *laissez aller* van het Zuiden. Doordat het corrigerend mechanisme van wisselkoersaanpassingen buiten werking was gesteld, werden de gevolgen van het verschil in beleidsopvatting eerder en scherper zichtbaar in toenemende onevenwichtigheden (Tabel 1). Temeer omdat financiële markten, mede onder invloed van het ruime monetaire beleid, vooralsnog geen oog leken te hebben voor het verder uit elkaar drijven van Noord en Zuid. Zij bleven de landenrisico's, gelet op de rentespreads, aanvankelijk nog over één kam scheren.

---

<sup>1</sup> P.B. de Ridder, De eurozone in crisis, *ESB* 16-12-2011.

Tabel 1. Saldo lopende rekening, overheidstekort en loonkosten p.e.p. 2002 – 2010.

	Saldo lopende rekening <sup>a</sup>	Overheidssaldo <sup>a,b</sup>	Loonkosten p.e.p. <sup>c</sup>
Nederland	54,6	9,1	2,4
Duitsland	44,8	4,7	0,8
Finland	37,2	47,5	-13,3
Oostenrijk	25,4	5,5	4,0
België	14,6	11,3	5,5
Frankrijk	-4,5	-12,8	8,9
Italië	-18,1	-6,0	29,0
Spanje	-57,8	3,6	21,0
Portugal	-87,2	-22,2	21,0
Griekenland	-87,6	-52,1	68,6

<sup>a</sup> Cumulatief in % van het bbp 2002 t/m 2011; OESO.

<sup>b</sup> In afwijking van de Maastrichtnorm van jaarlijks 3% bbp; OESO.

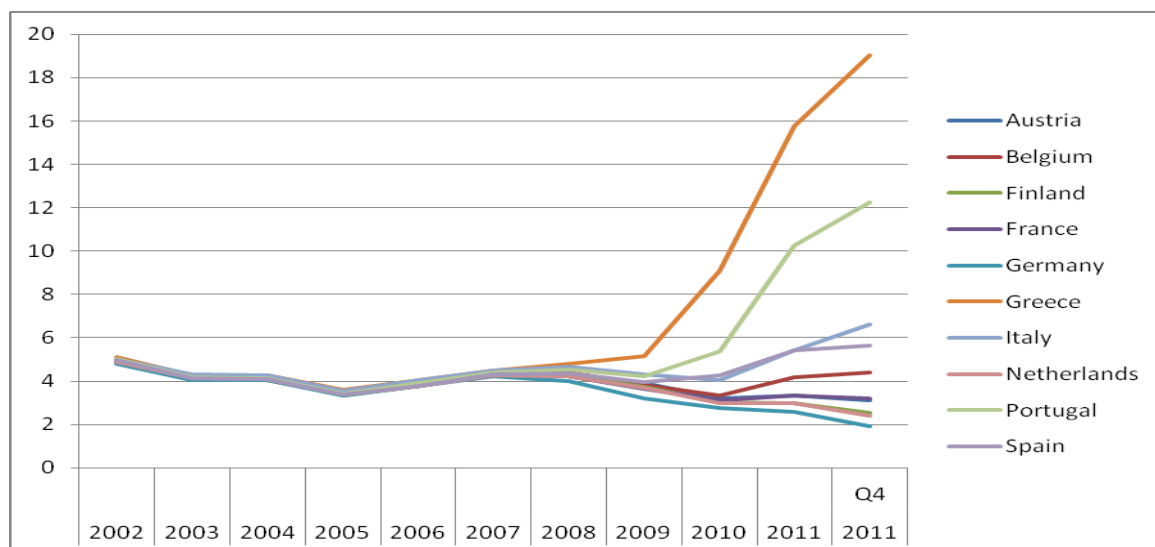
<sup>c</sup> Procentuele mutatie 2010 t.o.v. 2001, verwerkende industrie; OESO.

Overigens was in de Zuidelijke landen niet alleen sprake van aanhoudende verslechtering van concurrentiepositie en het op zijn beloop laten van overheidsfinanciën. In Spanje en Ierland, waar tot het uitbreken van de kredietcrisis in 2008 de overheidsfinanciën juist op orde waren, ontwikkelde zich, aangewakkerd door overtollig en goedkoop krediet, een onroerendgoedzeepbel met navenante schuldopbouw van niet onaanzienlijke proporties.

Er waren een bankencrisis, het leeglopen van zeepbellen en een diepe recessie voor nodig –die nationale overheden noopten massaal bij te springen – om financiële markten weer bij de les te krijgen. Figuur 1 laat immers zien dat tot in 2008 de rentespreads van 10-jarig staatspapier tussen de belangrijkste landen van de Eurozone verwaarloosbaar klein waren. Nadat het Europese bankwezen voorlopig was “gered” en een ineenstorting van het financiële systeem was voorkomen, drong het besef door dat niet alleen een belangrijk deel van het kredietrisico bij banken was doorgeschoven naar nationale overheden, maar dat bovendien overheidsschulden daarmee wel eens de grenzen van houdbaarheid hadden bereikt, zo niet hadden overschreden. In het bijzonder de landen met aanhoudende tekorten op de lopende rekening betaalden hiervoor de prijs in de vorm van scherp oplopende rentestanden. Zo werd door het sinds 2002 ontbreken van monetaire soevereiniteit valutarisico ingeruild voor debiteurenrisico<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Paul De Grauwe (2011), *Managing a Fragile Eurozone*, CESifo Forum 2.

Figuur 1. Lange rente 2002-2011.



Bron: OESO.

### 3 Beleidsoverwegingen

Wanneer gesproken wordt over houdbaarheid van schulden gaat het overigens niet alleen over de omvang en het te verwachten verloop van de schuld, maar ook over het potentieel om aan toekomstige betalingsverplichtingen uit hoofde van deze schuld te kunnen blijven voldoen. Gelet op de concurrentiepositie – waarvan de loonkosten p.e.p. een belangrijke maar niet de enige component is – en het saldo op lopende rekening van de Zuidelijke landen (tabel 1) staat hun economisch potentieel onder niet onaanzienlijke druk. Deze verslechtering van concurrentiekracht klemt te meer wanneer deze wordt geplaatst tegen de achtergrond van (de gevolgen van) een vergrijzende bevolking enerzijds en de toegenomen globalisering van economische activiteit in de vorm van de opkomst van China, Zuid-Oost Azië en delen van Latijns Amerika anderzijds. Deze langetermijntrends beperken zich overigens niet exclusief tot de Zuidelijke landen van de Eurozone, maar zij zijn wel de eerste met Griekenland voorop, die met deze trends geconfronteerd worden. Maatregelen die de economieën versterken behoren dus onderdeel uit te maken van beleid.

Nu betwijfeld wordt of overheidsschulden en financieringstekorten op de huidige niveaus houdbaar zijn, is ook het traditionele Keynesiaanse antwoord in tijden van (conjuncturele) neergang – verhoging van overheidsuitgaven, verlaging van belastingen en het laten werken van automatische stabilisatoren – buiten bereik geraakt. Bovendien is het maar de vraag of er sinds 2008 daadwerkelijk sprake is van een conjuncturele neergang die dus met de Keynesiaanse gereedschapskist kan worden geanalyseerd en bestreden. Conjunctuur is immers rond het structurele groeipad een zero-sum-game. Jaren van meer dan structurele groei worden afgewisseld door jaren waarin het wat minder gaat. Diezelfde zero-sum-game geldt in principe ook voor de overheidsfinanciën. De vraag is dus of het sedert 2008 in vergelijking tot het structurele groeipad opgetreden cumulatieve verlies aan economische groei in de komende jaren op enige

manier zal worden goedge maakt. En of in het verlengde daarvan de overheidsfinanciën als het ware weer vanzelf in het gareel zouden geraken.

Een kleine som kan een antwoord geven op deze vraag. Wordt de structurele groei voor de Eurozone op 1,5% per jaar gesteld, dan bedraagt het cumulatieve groeideficit voor de periode 2008 tot en met 2011 8,5 % van het bbp. Behoudens gebeurtenissen met positieve economische gevolgen (black swans) van eenzelfde orde van grootte als die de banken- en staatsschuldencrisis in negatieve zin teweeg hebben gebracht, is een dergelijke inhaalslag op de korte termijn bijzonder onwaarschijnlijk, zo niet uitgesloten. Het opgelopen verlies aan economische groei is permanent en niet van tijdelijke, conjuncturele aard. Dat geldt dus ook voor de overheidstekorten. Het passief wachten totdat het beter wordt, is wellicht een goede strategie aan de pokertafel, maar voor verstandig beleid geen optie. Daarmee worden immers de problemen niet alleen vooruit geschoven, zij worden met het voortschrijden van de tijd ook almaar groter.

Ter illustratie van het bovenstaande zij opgemerkt dat zelfs landen die als vlijtig en gediciplineerd worden gepercipieerd kampen met schuldquotes die nimmer zo hoog waren. In dat verband mag niet onopgemerkt blijven dat met uitzondering van Duitsland, Estland, Finland en Luxemburg de overheden van de overige landen in de Eurozone, met inbegrip dus ook van Nederland, een Ponzi-schema hanteren: de middelen ten behoeve van de jaarlijkse aflossing en rentebetaling worden door het uitgeven van nieuw staatspapier verkregen. Het in die omstandigheden op zijn beloop laten van financieringstekort en staatsschuld maakt de kans groter dat financiële markten op enig moment ook die landen in het vizier zullen nemen. De hectiek op kapitaalmarkten gedurende het afgelopen jaar heeft laten zien dat een dergelijke "besmetting" zich met epidemische snelheid kan voltrekken.

Dat kan zelfs gaan gelden voor landen die zich in de vooralsnog comfortabele positie bevinden van ruime overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans. Een dergelijke situatie suggereert dat overheidstekorten zonder veel problemen kunnen worden gefinancierd uit spaaroverschotten elders in de economie. En dat er in die omstandigheden, zoals sommigen nog immer bepleiten, zelfs ruimte is om overheidstekorten straffeloos nog verder te laten oplopen. Dit zijn echter Keynesiaanse wijsheden uit een ver verleden toen het grensoverschrijdend kapitaalverkeer sterk was gereguleerd en spaaroverschotten bij gebrek aan alternatieven grotendeels binnenslands werden belegd. De wereld ziet er vandaag de dag evenwel een tikkeltje anders uit. Kapitaal is mobieler dan ooit en daarmee is dus de impliciete garantie komen te vervallen dat een spaartekort van de overheid als vanzelf en zonder grote rente repercussies kan worden gefinancierd uit het overschot van de particuliere sector. Er is namelijk geen "rocket-science" voor nodig om te begrijpen dat beleggers, geconfronteerd met een scala aan beleggingsmogelijkheden, steeds hogere risicopremies zullen verlangen voor het verstrekken van financiering aan een debiteur die er maar niet in slaagt zijn zaakjes op orde te krijgen.

#### 4 Nederland

Het CPB heeft in zijn *Centraal Economisch Plan 2012* nieuwe ramingen gepresenteerd voor de komende drie jaar. De t.o.v. de *MEV 2012* bijgestelde ramingen tonen het beeld van een in de tweede helft van vorig jaar tot stilstand gekomen economie, gevolgd door een milde economische krimp en voorzichtig herstel in de loop van 2012 en daarop

volgende jaren. Eenmaal in de herstelfase komt de verwachte bbp-groei niet uit boven 1,5% per jaar. Zonder aanvullend beleid blijft het overheidstekort dan voorsnog steken op 4,6% van het bbp en loopt de staatsschuld in rap tempo op van 65,6% van het bbp in 2011 tot 76% in 2015. Van wezenlijk belang in deze projectie is de impliciete aanname dat er tot en met 2015 in de wereldeconomie en a fortiori in de Eurozone zich geen verrassingen voordoen. De hectiek van 2011 was, zo luidt de aanname, een eenmalige gebeurtenis, de terugval in economische activiteit is van korte en tijdelijke aard en de beleidsantwoorden zijn kennelijk van voldoende omvang en kwaliteit om de onevenwichtigheden op een rustige wijze en bij herstellend vertrouwen af te wikkelen. De centrale projectie is er kortom één waarin de beren van de weg zijn verdwenen.

De vraag is of deze middellange-termijnvoorspelling, of beter gezegd dit scenario, de meest waarschijnlijke toekomst schetst. En bovendien is er de andere vraag of het oplopen van het overheidstekort, zelfs in dit toch als optimistisch te kwalificeren middellange-termijnbeeld, op zijn beloop moet worden gelaten in afwachting van nog betere tijden dan nu voor de komende jaren wordt geschetst. Er is een aantal argumenten dat pleit voor het treffen van tekort beperkende maatregelen.

- Uit de CPB-ramingen kan worden afgeleid dat het tot en met 2012 opgelopen groeideficit (voor Nederland te becijferen op ca. 7,5%) in de komende jaren niet zal worden goed gemaakt. Daarmee wordt het een aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid dat de opgelopen groeiachterstand geen tijdelijk, maar een blijvend verschijnsel is. Dus ook voor Nederland geldt dat het overheidstekort een forse structurele component kent. Aanpassing aan deze nieuwe werkelijkheid is alleen daarom al geboden.
- De ramingen zijn zoals altijd omgeven met onzekerheid. En deze onzekerheidsmarges worden groter naar de mate waarin de raming verder in de toekomst ligt. Dit is altijd al zo geweest, maar in de huidige omstandigheden zijn de onzekerheden groter dan ooit. In het bijzonder waar het de kwade kansen betreft. Behoedzaam beleid impliceert dat die kwade kansen nu eenmaal zwaarder worden gewogen dan mogelijke toekomstige meevallers.
- Nederland heeft zich binnen de Eurozone bij herhaling sterk gemaakt voor compromisloze budgettaire discipline. Daarvan afwijkend eigen beleid zal niet alleen leiden tot verlies aan politieke geloofwaardigheid, maar ook tot verlies van het vertrouwen dat financiële markten in Nederland hebben. Onvermijdelijk zal dat leiden tot hogere risicopremies en dus hogere kapitaalmarktrentes, met alle gevolgen van dien voor economische groei en overheidstekort.

Illustratief in dit verband zijn de uitkomsten van enkele tentatieve sommen op basis van de in de appendix opgenomen relaties tussen het rendement op 10-jarig staatspapier enerzijds en credit ratings van overheidsobligaties en spaaroverschotten anderzijds. Deze variaties op de centrale CPB-projectie krijgen overigens meer reliëf wanneer zij worden gelegd naast de effecten van beleid dat mikt op een reductie van het financieringstekort tot 3 % van het bbp in 2013. Door de bank genomen leidt een dergelijke tekortreductie tot een bbp-verlies van ca. 2,5%.

Voor Nederland bijvoorbeeld zou een ratingverlaging met één stapje, van AAA naar AA+, niet onvoorstelbaar wanneer de verslechtering van het huidige financieel-economische beeld op zijn beloop wordt gelaten, kunnen leiden tot een stijging van de lange rente

met één procentpunt. Het CPB-model SAFFIER II<sup>3</sup> becijfert tengevolge van deze renteverhoging na vier jaar een cumulatief bbp-verlies van 2,2% en een verdere verslechtering van het overheidstekort met 1,5 procentpunt van het bbp. Deze uitkomst is overigens nog ongerekend tweede ronde (rente-)effecten die zouden kunnen ontstaan tengevolge van de verdere tekortverslechtering. Het is goed voor te stellen dat wanneer beleid achterwege blijft om deze verdere tekortverslechtering te pareren – en Nederland een overheidstekort heeft bereikt te vergelijken met dat van de periferie van de Eurozone – opnieuw een ratingverlaging zal volgen.

Het tweede in de appendix beschreven verband tussen lange rente en spaarsaldi van overheid en particuliere sector suggereert dat een initiële verslechtering van het overheidstekort met 1,7 procentpunt van het bbp, waarvan nu sprake is blijkens het recent verschenen Centraal Economisch Plan, gemiddeld genomen leidt tot het oplopen van de lange rente met ca. 65 basispunten. Wederom op basis van het SAFFIER II-model kan worden becijferd dat het cumulatieve bbp-verlies in dat geval bijna 1,5% zal bedragen en het overheidstekort met nog eens 1 procentpunt van het bbp verslechtert. Ook hier gaat het alleen om eerste ronde effecten. Wordt eveneens met tweede ronde effecten rekening gehouden dan bestaat er de kans dat de uiteindelijke renteverhoging 1,5 procentpunt bedraagt, het cumulatieve groeiverlies na vier jaar op 3,4% uitkomt en de additionele tekortverslechtering oploopt tot ca. 1,8 procentpunt van het bbp.

Hoewel tentatief en verder empirisch onderzoek naar de relatie tussen lange rente en overheidsfinanciën geboden is, laten de hierboven gemaakte sommen zien dat de gevolgen van uitstel van bezuinigingsbeleid beduidend kunnen zijn. Bovendien geldt dat hoe langer wordt gewacht met ingrijpen des te groter de problemen zullen worden. Problemen die toch op enig moment tot een oplossing moeten worden gebracht, want, wanneer ingrijpen achterwege wordt gelaten, zou de bezuinigingsinspanning over enkele jaren *grosso modo* wel eens het dubbele kunnen bedragen van wat nu voorligt. Er kan dus beter nu dan later door de zure appel heen worden gebeten.

## 5 Besluit

In het licht van bovenstaande beschouwingen en tentatieve becijferingen, waarmee gepoogd is de kwade kansen wat meer handen en voeten te geven, lijkt er slechts één weg te gaan: accepteren van en aanpassen aan de nieuwe werkelijkheid door middel van voortvarend en geloofwaardig beleid gericht op het in de hand krijgen van de overheidsfinanciën, herstel van vertrouwen en het concurrerder maken van de economie. Oude vertrouwde en vooral politiek makkelijke Keynesiaanse recepten kunnen in de huidige omstandigheden niet voor de oplossing zorgen. In de eerste plaats is er de aan zekerheid grenzende waarschijnlijkheid dat het sedert 2008 opgetreden verlies aan bbp geen conjunctureel verschijnsel is. Om die reden mag een substantieel groeiherstel dat uitgaat boven de trend en de opgetreden verliezen alsnog compenseert worden uitgesloten. In de tweede plaats mag het laten voortbestaan van (omvangrijke) overheidstekorten, zelfs bij nog fors grotere spaaroverschotten in de rest van de economie, politiek vriendelijk en zelfs "verstandig" overkomen, maar bergt het risico in zich dat deze passiviteit uiteindelijk contraproductief zal blijken te zijn. De kans dat

---

<sup>3</sup> M. Ligthart, M. Vromans en P. Westra (2011), *CPB-document 217, Varianten SAFFIER II*.

financiële markten deze passiviteit onbestraft laten lijkt in de omstandigheden waarin economieën en overheden zijn beland gering.

Daarom zal op zijn minst stabilisering, maar bij voorkeur vermindering van staatsschuldquotes moeten worden bereikt om het vertrouwen in een goede afloop te herstellen. Stabilisering van schuldquotes betekent onder normale omstandigheden, d.w.z. de lange rente is gelijk aan de nominale groei van het bbp en een primair overheidstekort van nul. In diezelfde normale omstandigheden dienen er dus primaire overschotten te worden gerealiseerd wil de staatsschuld als percentage van het bbp dalen.

Bij dit streven mogen hervormingen van de wijze waarop de economie is ingericht, kortom beleid dat leidt tot meer flexibiliteit en meer concurrentiekracht, niet ontbreken. Want dat is de andere kant van de houdbaarheidsmedaille. Het onlangs door de Eurolanden overeengekomen voornemen om te komen tot sluitende begrotingen en flexibilisering van de economie is een eerste stap in de gewenste richting.

Het onconventionele monetaire beleid van de ECB – aanvankelijk het opkopen van in de verdrukking geraakte staatsobligaties en recent de omvangrijke liquiditeitssteun op middellange termijn aan het bankwezen (LTRO) – heeft de rust op financiële markten enigszins teruggebracht. Maar het is niet, zoals sommigen ons willen doen geloven, de panacee voor de huidige crisis. Er is alleen tijd gekocht voor overheden – en niet te vergeten financiële instellingen en hun toezichthouders – om orde op zaken te stellen en dus over te gaan tot het zetten van de volgende stap en het niet bij woorden alleen te laten. Het is te hopen dat deze voornemens niet hetzelfde lot beschoren zullen zijn als destijds het Verdrag van Maastricht en het verleden toch weer de voorspeller van de toekomst zal blijken te zijn.

**Peter de Ridder**

\*De auteur is oud-directeur van het Centraal Planbureau.



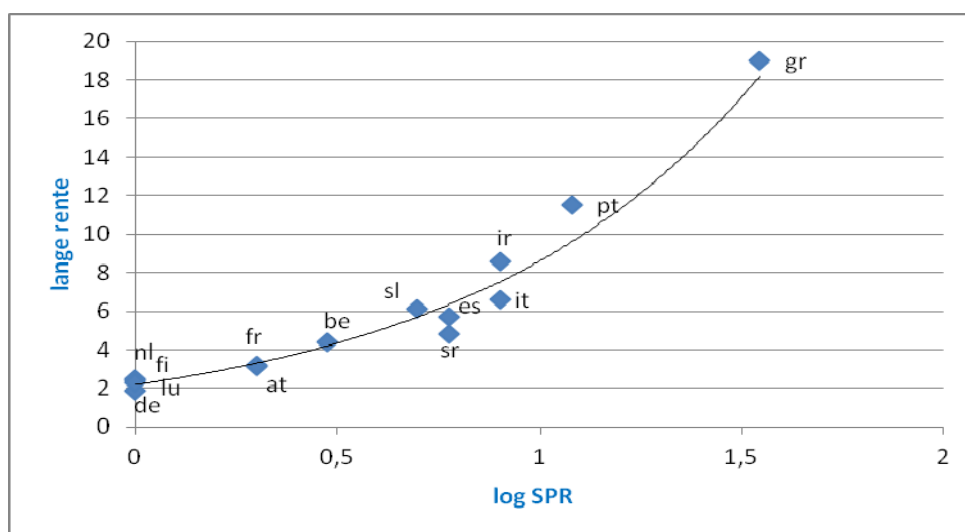
## Appendix

Er bestaat binnen de Eurozone een verband tussen de rating die rating-agencies aan het schuldpapier van de onderscheiden landen toekennen en het rendement dat op dit staatspapier wordt behaald. Hoe hoger de rating, hoe lager het rendement en omgekeerd. Geen verrassend verband. Vraag is echter wel hoe de causaliteit in deze relatie loopt. Reageren financiële markten op wijziging in een door de rating-agency uitgebrachte rating, of is het zo dat de rating-agencies achter de feiten aanlopen en hun inzichten aanpassen aan hetgeen de markt hen voortovert. Of, als derde mogelijkheid, worden beide grootheden, rating en rendement op staatspapier, door dezelfde determinanten bepaald. Hoe het ook zij de relatie tussen rendement op staatspapier en rating is, zoals blijkt uit grafiek 2, behoorlijk stevig en bepaald niet willekeurig. De lange rente ( $r_l$ ) is het gemiddelde rendement op 10-jarig staatspapier gedurende het vierde kwartaal 2011; terwijl de meest recente S&P rating (SPR) is benaderd door de logaritme van een getallenreeks, waarbij AAA=1, AA+=2, AA=3, enz.

$$(1) \quad \ln r_l = 0,8020 + 1,3574 \log \text{SPR} \quad R^2 = 0,96$$

(13,93)      (17,01)      t-waarde

Figuur 2. Rente en rating.



Wordt er vanuit gegaan dat het getoonde verband de correcte causaliteit weergeeft, dan kan ook worden becijferd dat een ratingverlaging met één stapje van het Nederlandse staatspapier, van AAA naar AA+, zou kunnen leiden tot een verhoging van het rendement op Nederlandse staatsobligaties (startniveau 2,5%) met 100 basispunten. Een volgend stapje, van AA+ naar AA, geeft een stijging van 85 basispunten.

Er kan ook een verband worden gevonden tussen de lange rente en de onderscheiden spaaroverschotten van particuliere sector en overheid. Achterliggende gedachte is dat een groter tekort van de overheid de lange rente zal opstuwten. Echter, naarmate de spaaroverschotten in de rest van de economie omvangrijker zijn, zal deze rentestijging gemitigeerd worden. Het spaaroverschot in de rest van de economie als percentage van

het bbp (SP) is benaderd door bij het saldo op lopende rekening van de betalingsbalans het overheidstekort (FK) op te tellen.

$$(2) \quad \ln r_1 = 0,9751 - 0,0775 \text{ SP} + 0,1918 \text{ FK} \quad R^2 = 0,85$$

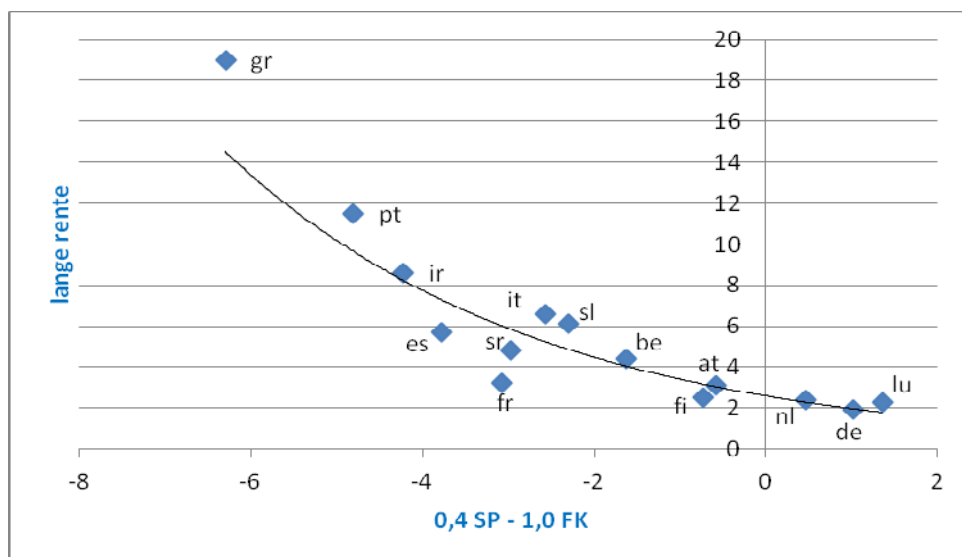
(5,25)      (3,95)      (6,53)      t-waarde

Herschikking van termen laat zien dat een tekortvergroting met 1 euro gecompenseerd dient te worden door een toeneming van het spaaroverschot van de particuliere sector met 2,50 euro om rente repercussies te vermijden:

$$(3) \quad \ln r_1 = 0,9751 - 0,1918 (0,4 \text{ SP} - 1,0 \text{ FK}),$$

Met behulp van vergelijking (3) kan de volgende grafiek worden afgebeeld.

*Figuur 3. Rente en spaaroverschotten.*



Aan de hand van vergelijking (2) kan worden becijferd dat, bij een renteniveau van 2,5%, een tekortverslechtering met 1 procentpunt van het bbp ceteris paribus leidt tot een rentestijging van bijna 50 basispunten. Ceteris paribus betekent in dit verband dat het spaaroverschot in de rest van de economie niet wijzigt en derhalve de tekortverslechtering volledig tot uitdrukking komt in een even zo grote verslechtering van het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans.

Het andere uiterste is dat de verslechtering van het overheidstekort gepaard gaat met een even zo grote verbetering van het spaaroverschot in de rest van de economie. Het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans verandert dan dus niet. In dat geval wordt de opwaartse beweging in de lange rente beperkt tot bijna 30 basispunten. De werkelijke uitkomst zal, althans op basis van het gevonden verband, tussen beide uitersten in liggen en afhangen van de mate van openheid van een economie.