Het Sneeuwbaleffect en de Sanering van de Belgische Openbare Financiën

Jef VUCHELEN*
Gewoon Hoogleraar Vrije Universiteit Brussel

In this article we investigate the contribution of the so called "sustainability analysis" of public deficits to the solution of the problem of the Belgian public finance. The opinion advanced is that this contribution has been minor, if not negative. The sustainability analysis is a mathematical-statistical analysis and nothing guarantees that a "technical sustainability" also implies an economic sustainability. This last sustainability will not be based on an analysis of the stability of the interest rate-GNP ratio but on the financing possibilities. Of course, a technical unsustainable deficit will also be unsustainable from an economic point of view but the inverse does not hold.
Furthermore, an application of the sustainability conditions is not straightforward. What data on growth and interest rates must be used? The current ones? These forecasted for the medium term? Unsustainability is also a relative concept. Over the last ten years e.g. the Belgian public finance situation must be described as unsustainable, but nothing serious has happen. What is then, one could ask, the policy implication of the sustainability analysis?
The sustainability analysis does not, as noted, incorporates economic effects such as the effects of the public debt on interest rates, the behavior of investors....
We conclude that the sustainability analysis in Belgium is mainly used to minimize the necessary budgetary cuts. It is an easy way to formulate a policy objective for the budgetary process. The danger of this approach is, however, that it will create an illusion i.e. that attaining a sustainable deficit also implies that the solution to the problem of the Belgian public debt is found.

1. Inleiding

In de discussie omtrent de toestand van de Belgische openbare financiën neemt de problematiek van het rentesneeuwbaleffect nl. dat de verhouding rente (en schuld) op het inkomen de neiging vertoont om systematisch te

* Met dank aan W. De Vijlder, B. Heyndels en M. Loos voor bemerkingen op de eerste versie van de tekst.
verhogen, een centrale plaats in. Deze rentespiraal breken wordt als één van de dwingende streefdoelen voor de overheidsfinanciën beschouwd. In deze tekst willen we kritisch ingaan op deze benadering die we te mechanisch-wiskundig en onwoltechtoende economisch vinden. Er wordt immers, gewild of niet, de indruk gewekt dat het breken van dit sneeuwbaleffect een sanering van de openbare financiën inhoudt. Dit is onjuist en illustreert dat het sneeuwbaleffect de uiting vormt van een onduidelijke zienswijze op gese-
neerde staatsfinanciën. Zich tevreden stellen met een niet-ontsporende fi-
nanciële situatie is bovendien voorbijgaan aan de economische gevolgen van overheidsuitgaven en belastingheffing. Deze vormen de fundamentele de-
terminanten van de openbare financiën en niets garandeert dat deze worden
gewijzigd door het stabiliseren van het sneeuwbaleffect. Van gesaneerde
overheidsfinanciën zal enkel sprake kunnen zijn wanneer de negatieve ge-
volgen hiervan op de economie maximaal worden beperkt. Dit houdt niet
alleen een afbouw in van de fiscale druk en de overheidsuitgaven maar ook
van de marginale belastingdruk en de gedragsverstorende uitgavenme-
chanisme zoals deze vooral in de sociale zekerheid aanwezig zijn. Doordat
het sneeuwbaleffect niet refereert naar een fundamentele sanering is het ge-
vaar van het creëren van een illusie reëel nl. denken dat de toestand verhol-
pen is zonder dat er fundamenteel iets werd gewijzigd. Vergeten we ook
niet dat zowel stabiliteit als instabiliteit een relatief begrip is dat snel kan
veranderen: zelfs een gestabiliseerde rentespiraal betekent, zolang er niets
verandert, enkel en alleen dat bijkomende saneringen om de rentespiraal te
breken niet nodig zijn. Het betekent ook niets meer dan dat.

Opmerkelijk is wel dat het gebruik dat vandaag van de stabilisatieanalyse
wordt gemaakt fundamenteel verschilt van de benadering zoals DOMAR
(1944) meer dan veertig jaar geleden formuleerde. Volgens DOMAR (1944)
diende het tekort zo te worden vastgesteld dat de groeivoet op een aan-
vaardbaar peil kon gehouden worden. De vraag was dan welke de langere
termijn gevolgen, vooral op de belastingvoet, van deze structurele keyne-
siaanse politiek zouden zijn. Vandaag evenwel wordt, terecht of ten on-
rechte, eerder geredeneerd bij een exogeen bepaalde groeivoet.

Het voorgaande doet vragen rijzen naar de mogelijke bijdrage van de
rentedynamiek, buiten het bieden van een mechanische omschrijving van
langere termijn evoluties, tot de sanering van de openbare financiën. Men
zou kunnen argumenteren dat een stabilisatie van de schuldsverhouding een
eerste streefdoel dient te zijn, een intermediair doel, en dat een meer fun-
damentele sanering nadien aan bod kan komen. Dit kan evenwel worden betwijfeld omdat een sanering van de openbare financiën niet in twee stappen kan gebeuren daar niets garandeert dat maatregelen die genomen worden om de rentedynamiek te bedwingen identiek zijn aan deze die een fundamentele sanering nastreven. Het bestrijden van de rentedynamiek kan dus de sanering hypothekeren. Bovendien bestaat het gevaar dat deze mechanische analyse op een naïeve wijze wordt omgezet in economisch woordgebruik of, m.a.w. dat de mechaniek van het model als een economische wetmatigheid wordt beschouwd. De benadering leidt ook tot een overaccentueren van het tekort (cfr. de uitleggingen dat een belastinghervorming het tekort niet mag verhogen).

Een fundamentele sanering van de staatsfinanciën moet verder gaan dan het breken van de rentedynamiek. Dit laatste is enkel een randvoorwaarde, een noodzakelijke voorwaarde waaraan een fundamentele sanering van de overheidsfinanciën moet voldoen. Het is evenwel geen voldoende voorwaarde. Het valt te betreuren dat aan een randvoorwaarde een bijna dwingend belang wordt gehecht waardoor ten onrechte de indruk wordt gewekt dat het wel gaat om een voldoende voorwaarde.

In deze tekst geven we kritiek op de rentedynamiek vanuit een economische invalshoek. We starten met een bondige afleiding van het rente- sneeuwbaleffect. Hierna bespreken we de economische inhoud van de rentespiraal en de inzichten die dit oplevert voor de sanering van de Belgische openbare financiën.

2. Stabiliteit van de schuld-inkomensverhouding

Het stabiliteitsonderzoek betreffende de openbare schuld beschouwt de schuld-inkomensverhouding als de sleutelvariabele. Zolang deze verhouding naar een stabiele waarde zou convergeren, zou men zich niet al te ongerust hoeven te maken omtrent de toekomst van de staatsfinanciën. Starten we met een bondige afleiding (zie b.v. TOBIN (1982)\(^1\)).

Definiëren we:

D : schuld.
X : tekort exclusief rentelasten of primair deficit.
g : reële groeivoet van het inkomen.
r : netto reële rente.
i : netto nominale rente.
π : inflatievoet.
Y : inkomen in lopende prijzen.

Kleine letters geven verhoudingen t.o.v. het inkomen weer. Zowel i, r, g als π worden vast verondersteld. Het tekort of de wijziging in de schuld wordt bepaald door het primair (niet-interestlasten) tekort en de rentelasten:

\[ D_t - D_{t-1} = X_t + iD_{t-1} \]

Het peil van de schuld evolueert dan als:

\[ D_t = X_t + (1+i)D_{t-1} \]
of, t.o.v. het inkomen, als:

\[ d_t = x_t + \frac{(1+i)}{(1+\pi)(1+g)} \cdot d_{t-1} \]  

(1)

By benadering geldt dat:

\[ \frac{(1+i)}{(1+\pi)} = 1 + r \]
en:

\[ \frac{(1+r)}{(1+g)} = 1 + r - g \]

zodat:

\[ \frac{(1+i)}{(1+\pi)} = 1 + r \]

\[ \frac{(1+r)}{(1+g)} = 1 + r - g \]

\[ 1 \]

In het weergegeven model gaan van rentelasten, buiten een schuldverhoging, geen effecten uit. Wordt de schulddynamiek (uitdrukking (1)) gewijzigd, zoals gebeurt in uitdrukking (19) of (22), dan zullen hogere rentelasten ook leiden tot extra besparingen en/of hogere belastingen.
(2) \[ d_t = x_t + (1+r-g) \ d_{t-1} \]

wat als oplossing heeft:

(3) \[ d_t = A(1+r-g)^t + \frac{x_t}{(g-r)} \]

zodat monotone convergentie en stabiliteit optreedt zolang \( r-g < 0 \) of \( g > r \). De lange termijn evenwichtswaarde bekomt men door de veronderstelling toe te voegen dat het primair deficit constant is t.o.v. het inkomen (de groeivoet en de reële rente werden van bij de start vast verondersteld). De lange termijn schuld-inkomensverhouding bedraagt dan:

(4) \[ d^* = \frac{x}{g-r} \]

Deze lange termijn verhouding hangt niet af van de huidige schuldverhouding zodat enkel het toekomstig beleid uiteindelijk de schuldverhouding bepaalt. De volgende tabel geeft enkele cijfers voor de lange termijn schuld-inkomensverhouding voor verschillende combinaties voor \( x \) en \((g-r)\).

**TABEL 1**

**Lange termijn waarden voor de schuldinkomensverhouding**

<table>
<thead>
<tr>
<th>( x ) (g-r)</th>
<th>0,01</th>
<th>0,02</th>
<th>0,03</th>
<th>0,05</th>
<th>0,10</th>
<th>0,20</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>0,01</td>
<td>1,00</td>
<td>2,00</td>
<td>3,00</td>
<td>5,00</td>
<td>10,00</td>
<td>20,00</td>
</tr>
<tr>
<td>0,02</td>
<td>0,50</td>
<td>1,00</td>
<td>1,50</td>
<td>2,50</td>
<td>5,00</td>
<td>10,00</td>
</tr>
<tr>
<td>0,03</td>
<td>0,33</td>
<td>0,67</td>
<td>1,00</td>
<td>1,67</td>
<td>3,33</td>
<td>6,67</td>
</tr>
<tr>
<td>0,04</td>
<td>0,25</td>
<td>0,50</td>
<td>0,75</td>
<td>1,25</td>
<td>2,50</td>
<td>5,00</td>
</tr>
<tr>
<td>0,05</td>
<td>0,20</td>
<td>0,40</td>
<td>0,60</td>
<td>1,00</td>
<td>2,00</td>
<td>4,00</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Opvallend is dat de lange termijn schuld-inkomensverhouding zeer gevoelig is aan de vooropgestelde waarden. Een verschil tussen de reële groeivoet en de reële rente dat verdubbelt, b.v. van 0,02 naar 0,04, leidt tot
een halvering van de lange termijn schuldverhouding. Het zelfde geldt trouwens voor het primair tekort.

Uitdrukking (4) kan echter ook op een alternatieve wijze worden gebruikt nl. door de vraag te stellen hoe groot het primair deficit moet zijn, gegeven dat g en r vast zijn, om de schuld-inkomensverhouding constant op een bepaalde waarde $d^o$ te houden. Men bekomt dan:

$$x = d^o (g-r)$$

In deze situatie zal, daar $d^o$ waarschijnlijk in de buurt van de huidige schuldverhouding zal worden gekozen, het verleden wel degelijk de lange termijn schuldverhouding bepalen. Dit staat in tegenstelling tot uitdrukking (4). Het is, wanneer er over de stabilitiet van de schuld-inkomensverhouding wordt gesproken, niet steeds duidelijk of interpretatie (4) of (5) wordt bedoeld. Wel is het zo dat uitdrukking (4) niet kan worden gebruikt bij instabiliteit nl. wanneer g>r. In dit geval geeft uitdrukking (5) aan hoe groot het niet-interestlasten surplus moet zijn om de vooropgestelde schuld-inkomensverhouding te bereiken. Een deel van de rentelasten moet dan worden gefinancierd door belastingopbrengsten of uitgavenreducties en niet door de uitgifte van overheidschuld.

De aanpassing aan de lange termijn schuld-inkomensverhouding verloopt monotoon dalend:

$$d_t = (1+r-g)d_{t-1} + x$$

zodat:

$$d_t-d_{t-1} = (r-g)d_{t-1} + x$$

$$= (r-g)d_{t-1} + (g-r)d^*$$

$$= (g-r)(d^*-d_{t-1})$$

De verandering in de schuld-inkomensverhouding is dus een vaste fraktie (g-r) van het in de voorgaande periode bestaande verschil tussen de lange termijn en de waargenomen schuld-inkomensverhouding. Daar dit laatste verschil steeds daalt, zal de schuld-inkomensverhouding kleinere en klei-
nere veranderingen vertonen. Merken we wel op dat de normale langere termijn aanpassingssnelheid \((g-r)\) zeer klein is nl. hooguit 0,02 of 0,03 zodat ieder jaar slechts 1/50 of 1/33 van \((d^*-d_{t-1})\) wordt tenietgedaan. Om dus een verandering in \(d\) van b.v. 0,1 waar te nemen, moet \((d^*-d_{t-1})\) ongeveer 5 bedragen. De aanpassing aan de lange termijn schuld-inkomensverhouding verloopt dus bijzonder traag. Dit creëert veel twijfels over de praktische bruikbaarheid van de benadering.

Het voorgaande kunnen we nog op een alternatieve wijze illustreren. We kunnen immers, vertrekkende van (6), schrijven dat:

\[
(8) \quad (d_t-d^*) = (d^0-d^*)(1+r-g)^t
\]

De verhouding \((d_t-d^*)/(d^0-d^*)\) geeft dus de fraktie van de aanpassing welke na periode \(t\) nog moet doorgevoerd worden. We geven in de tabel 2 enkele waarden voor deze verhouding.

**TABEL 2**

Aanpassingssnelheid

<table>
<thead>
<tr>
<th>1+r-g tijd</th>
<th>0,99</th>
<th>0,98</th>
<th>0,96</th>
<th>0,94</th>
<th>0,92</th>
<th>0,90</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>5</td>
<td>0,95</td>
<td>0,90</td>
<td>0,82</td>
<td>0,73</td>
<td>0,66</td>
<td>0,59</td>
</tr>
<tr>
<td>10</td>
<td>0,90</td>
<td>0,82</td>
<td>0,66</td>
<td>0,54</td>
<td>0,43</td>
<td>0,35</td>
</tr>
<tr>
<td>25</td>
<td>0,78</td>
<td>0,60</td>
<td>0,36</td>
<td>0,21</td>
<td>0,12</td>
<td>0,07</td>
</tr>
<tr>
<td>50</td>
<td>0,61</td>
<td>0,36</td>
<td>0,13</td>
<td>0,05</td>
<td>0,02</td>
<td>0,01</td>
</tr>
<tr>
<td>100</td>
<td>0,37</td>
<td>0,13</td>
<td>0,02</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
<tr>
<td>200</td>
<td>0,13</td>
<td>0,02</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
<td>0,00</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Men stelt dus duidelijk vast dat voor realistische langere termijn waarden voor \((g-r)\), de aanpassing zeer traag verloopt. Zo houdt een waarde voor \((g-r)\) van 4 procent in dat na 10 jaar slechts één derde van de aanpassing zal hebben plaatsgevonden. Voor kleinere verschillen verloopt de aanpassing nog trager.
De rentelasten, relatief t.o.v. het inkomens, zullen zich stabiliseren, bij een constante rentevoet, op het peil:

$$l^* = id^* = \frac{id}{(g-r)}$$

met $l^*$: de verhouding interestlasten-inkomen.

Deze verhouding wordt bepaald door $d^*$ en de nominale rente. Het valt niet uit te sluiten dat b.v. 10 of 20 procent van het inkomens zou besteed worden aan de betaling van de interestlasten op de openbare schuld.

Merken we nog op dat de laatste uitdrukking duidelijk aangeeft dat de interestlasten-inkomensverhouding afhankelijk is van de inflatiegraad nl. via de nominale rentevoet ($i$). De stabilitéit van de schuld-inkomensverhouding houdt ook in dat het tekort t.o.v. het inkomens zich zal stabiliseren:

$$(D_t - D_{t-1}) = X_t + iD_{t-1}$$

of:

$$tk_t = x_t + id_{t-1}(1-y)$$

met $tk_t$ het tekort t.o.v. het inkomens.

$y$: nominale groeivoet van het inkomens.

De elementen van het rechterlid zijn alle positief zodat het tekort steeds positief zal zijn. De schuld in fr. uitgedrukt, zal dus steeds toenemen. Of het tekort t.o.v. het inkomens zal stijgen volgt uit de volgende uitdrukking (bij veronderstelling dat $x_t = x_{t-1}$):

$$tk_t - tk_{t-1} = i (1-y)(d_{t-1} - d_{t-2})$$

Indien $d^* > d_t$ zal het tekort dus toenemen; in het omgekeerde geval zal $tk$ dalen.

Het lange termijn tekort bedraagt:

$$tk^* = yd^*$$
\[ (12) \quad \frac{xy}{(g-r)} \]

Het tekort t.o.v. het inkomen bedraagt dus een fractie \( y \) van de schuld-inkomensverhouding. Op de lange termijn is \( k_t \) constant; deze verhouding is ook een functie van de inflatiegraad via de groeivoet van het nominale inkomen. Mogelijke lange termijnwaarden voor het tekort geven we in tabel 3.

**TABEL 3**

Lange termijnwaarden voor het tekort

<table>
<thead>
<tr>
<th>( d^* )</th>
<th>0,1</th>
<th>0,2</th>
<th>0,5</th>
<th>1</th>
<th>2</th>
<th>3</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>( y )</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>0,04</td>
<td>0,004</td>
<td>0,008</td>
<td>0,020</td>
<td>0,04</td>
<td>0,08</td>
<td>0,12</td>
</tr>
<tr>
<td>0,05</td>
<td>0,005</td>
<td>0,010</td>
<td>0,025</td>
<td>0,05</td>
<td>0,10</td>
<td>0,15</td>
</tr>
<tr>
<td>0,06</td>
<td>0,006</td>
<td>0,012</td>
<td>0,030</td>
<td>0,06</td>
<td>0,12</td>
<td>0,18</td>
</tr>
<tr>
<td>0,07</td>
<td>0,007</td>
<td>0,014</td>
<td>0,035</td>
<td>0,07</td>
<td>0,14</td>
<td>0,24</td>
</tr>
<tr>
<td>0,08</td>
<td>0,008</td>
<td>0,016</td>
<td>0,040</td>
<td>0,08</td>
<td>0,16</td>
<td>0,24</td>
</tr>
<tr>
<td>0,09</td>
<td>0,009</td>
<td>0,018</td>
<td>0,045</td>
<td>0,09</td>
<td>0,18</td>
<td>0,27</td>
</tr>
<tr>
<td>0,10</td>
<td>0,100</td>
<td>0,020</td>
<td>0,050</td>
<td>0,10</td>
<td>0,20</td>
<td>0,30</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Combinaties van hoge groei en hoge schuld-inkomensverhouding (\( d^* \)) geven vlug aanleiding tot zeer hoge tekorten. Wens men het tekort tot een 2 à 3 procent te beperken bij een nominale groei van 6 procent dan moet \( d^* \) beneden 0,5 blijven. Tabel 1 leert ons dat het niet-interestlasten tekort kleiner moet blijven dan één procent van het inkomen. Omgekeerd zal, als men een hoge waarde voor \( d^* \) aanvaardt, b.v. 2 of 3, een hoge groeivoet samen- gaan met relatief zeer hoge tekorten.

De overheidsuitgaven stijgen in iedere periode met de bijkomende rente- lasten. Veronderstellen we dat de niet-rente gebonden uitgaven een vaste fractie van het inkomen uitmaken (\( g_0 \)) dan evolueert de uitgaven- inkomensverhouding als:

\[ (13) \quad g_t = g_0 + i d_{t-1} (1-g) \]
Op lange termijn geldt:

\[ g^* = g_0 + id^* \]
\[ = g_0 + \frac{ix}{(g-r)} \]

wat aangeeft dat alhoewel de lange termijn schuldverhouding niet afhangt van het inflatiepeil, de uitgavenverhouding hierdoor wel wordt beïnvloed. De overheidsuitgaven zullen geleidelijk stijgen naar hun lange termijn waarde. Afhankelijk van de hoogte van \( g_0 \) en van \( id^* \) zullen de rentelasten al of niet belangrijker zijn dan de overige uitgaven. Voor waarden voor \( i \) van 7,5 procent en \( d^* \) van 2,5 ligt \( id^* \) op een peil van 18,75 procent.

De belastingdruk blijft in de voorgaande analyse, in principe, stabiel omdat de veronderstelling is dat het tekort volledig wordt gefinancierd met nieuwe schulden. Wel zijn, daar enkel het niet-interest tekort in de benadering relevant is, herschikkingen in zowel de belastingen als de uitgaven mogelijk. Beide grootheden kunnen ook simultaan met evenveel wijzigen.

3. Beleidsrelevantie

3.1. Inleiding

De voorgaande stabiliteitsanalyse roept de vraag op naar de lessen die hieruit voor de sanering van (de Belgische) openbare financiën te trekken zijn. M.a.w. kan deze wiskundige analyse omgezet worden in een economisch-politiek gebruik? Een aanverwante vraag is of de analyse, vanuit een economisch standpunt, zinvol is. Anders geformuleerd, houdt wiskundige stabiliteit ook economische stabiliteit in? Indien de economische instabiliteit vroeger optreedt dan de wiskundige, heeft het voorgaande nagenoeg niets te bieden voor het beleid. Het antwoord op deze vragen valt uiteen in twee benaderingen die we hieronder volgen nl. Wat leert een strikte toepassing van de stabiliteitsanalyse ons? en Welke economische inhoud kan aan deze stabiliteitsanalyse worden gegeven? Eerst bespreken we echter bondig de toepassingsproblemen.
3.2. Toepassing van de stabiliteitsvoorwaarden.

Eén van de problemen van de voorgaande analyse is het invullen van de stabiliteitsformule met cijfers. Hieraan moet evenwel geen overdreven belang worden gehecht omdat de analyse enkel zinvol is in een eerder lang termijn kader. Het maakt dan ook weinig uit of de analyse wordt toegespist op de centrale of de globale overheid en welke schuld men beschouwt (de totale, al of niet exclusief participaties en waarborgen, de buitenlandse schuld enz.). Debudgetteringingen worden natuurlijk steeds als een onderdeel van de schuld beschouwd.

Moeilijker is of de huidige waarde van de toekomstige tekorten in de sociale zekerheid, bij constant beleid, in de analyse moeten worden betrokken.

Evenzeer moet niet al te veel aandacht worden besteed aan de huidige waarden van het niet-interestlasten tekort, de reële groei en de reële rente. Dat tijdelijke afwijkingen van de lange termijn waarden een invloed hebben op de schuld is zonder belang bij stabiliteit omdat de huidige schuldverhouding geen invloed heeft op de lange termijn verhouding (cfr. uitdrukking (4)). De huidige cijfers zijn slechts relevant in de mate dat ze informatie geven over de langere termijn waarden. Instabiliteit kan dus niet worden besloten wanneer aan de voorwaarde in één bepaald jaar is voldaan. Het vermoeden van instabiliteit krijgt wel steun wanneer de stabiliteitsvoorwaarde enkele opeenvolgende jaren wordt geschonden en er geen ernstige redenen bestaan om aan te nemen dat dit slechts toevallig is. Dit volgt uit tabel 2: de weg naar de lange termijn voor de overheidsfinanciën is vrij lang of m.a.w. eventuele tijdelijke instabiliteit kan nog in de toekomst worden gekeerd1.

Wanneer instabiliteit wordt geconcludeerd, stelt zich het probleem van het keren van deze toestand. Volgens uitdrukking (5) moet dan een primair surplus ontstaan. Dit mag evenwel niet gebeuren met verwaarlozing van de gevolgen op de lange termijn waarden van de groei en de reële rente. Doet men dit wel dan hoeft het gewenste primair surplus niet samen te gaan met een stabilisatie van de schuldverhouding daar de gehanteerde instrumenten eventueel de groei en/of de reële rente negatief kunnen hebben beïnvloed. Zo kan een belastingverhoging het primair tekort beperken maar als

---

1 Dergelijke genuanceerde interpretatie wordt niet door iedereen gevolgd. Pieters b.v. is een uitzondering.
de groeivoet daalt, is de bijdrage tot de stabilisatie van de overheidsfinanciën verwaarloosbaar. Omgekeerd kan van een belastinghervorming die op korte termijn het tekort verhoogt, toch een gunstige invloed uitgaan op de lange termijn schuldverhouding wanneer hierdoor de reële groei toeneemt. De tekortverhoging dient dan te worden beschouwd als een investering en tabel 2 geeft aan dat er tijd beschikbaar is om op de opbrengst nl. extra groei, te wachten.

Bij het voorgaande stelt zich nog het probleem van de snelheid waarmede het stabiliserende primair surplus moet worden bereikt. Dit is belangrijk daar de schuld zal oplopen als geopteerd wordt voor een geleidelijke aanpassing. Als gevolg hiervan zal ook het stabiliserende primair surplus stijgen.

Bij instabiliteit verliest de overheid de vrijheid om het primair tekort vast te stellen: dit wordt opgelegd door de vereiste van het beperken van de schuld-inkomensverhouding. Bij stabiliteit daarentegen kan de overheid dit tekort wel vaststellen. De vraag is dan hoe groot dit moet zijn. Volgens DOMAR (1944) die aan de basis ligt van deze schuldmodellen, moet het tekort zo vastgesteld worden dat de groeivoet een optimale waarde bereikt. De sneeuwbalbenadering stelt dan de vraag welke de mechanische gevolgen van dit structureel beleid zijn. Daar vandaag de relatie tussen lange termijn groei en overheids tekort in twijfel wordt getrokken stelt zich de vraag naar het "nieuwe" achterliggende economisch model. Indien dit niet bestaat, en alles wijst in die richting, geeft de benadering alleen een omschrijving van mechanische gevolgen van exogeen bepaalde variabelen. Het is een simulatiemethode zonder dat de keuze tussen de verschillende scenario's de werking van het model beïnvloedt.

De afwezigheid van een achterliggend economisch model is een poging om de sneeuwbalbenadering "waarde"-vrij te maken. Dit houdt wel het gevaar in dat de mechaniek als economisch model wordt gebruikt. Niets verhindert om uitdrukking (5) ook bij stabiliteit te gebruiken. Een simultaan gebruik van uitdrukking (4) en (5) is zelfs aangewezen. Uitdrukking (4) geeft dan aan welke de lange termijn schuldverhouding is wanneer niet verder wordt gesaneerd en het primair tekort op het bestaande peil blijft en uitdrukking (5) welke de saneringsinspanning is die moet worden geleverd wanneer de huidige schuldverhouding als de lange termijn verhouding zou worden geaccepteerd. De keuze tussen beide mogelijkheden
moet echter gebeuren op basis van economisch-financiële inzichten over het
gewenste primair tekort of schuldverhouding.

De interpretatie bij instabiliteit ligt in dit opzicht eenvoudiger daar dan
enkel uitdrukking (5) mogelijk is. Deze geeft aan hoe groot het primair
surplus moet zijn om de huidige schuldverhouding te handhaven. Compara-
ratief statische analyses zijn niet toegestaan. Dit zou immers tot het
"vreemde" besluit leiden dat hogere surplessen nodig zijn om een hogere
schuldverhouding te bekomen: meer saneren zou dan samengaan met een
hogere schuldverhouding. Wel kan men stellen dat als de schuldverhouding
oploopt meer saneringen noodzakelijk zullen zijn om deze verhouding te
handhaven.

3.3. *Wat leert een strikte interpretatie van de stabiliteitsanalyse ons voor
het toe te passen beleid?*

Men ontsnapt moeilijk aan de indruk dat de stabiliteitsanalyse vooral
wordt ingeroepen bij "dreigende" instabiliteit. Dit leidt er dan toe, terecht
of ten onrechte, dat het stabiliteitsonderzoek een beleidsrelevantie heeft die
eerder zwart-wit is nl. ofwel is de toestand explosief en dan moet worden
ingegrepen, ofwel is de toestand stabiel en dan stellen zich geen problemen.

De dreigende instabiliteit wordt dan de drijvende kracht achter de sanering;
er wordt gesaneerd om een ontporing te vermijden, niet omdat wordt ge-
streefd naar een "optimale" overheidsinterventie of om het over-
heidsapparaat in een vooraf bepaalde richting bij te sturen\(^1\).

Deze beperkte bijdrage van het stabiliteitsonderzoek is niet onverwacht.
Niet alleen is het juist dat bij instabiliteit moet worden ingegrepen, maar
bovendien heeft de analyse weinig of geen bijdrage te leveren wanneer sta-
biliteit bestaat. Een economische analyse staat immers niet centraal in de
benadering. Dit kunnen we illustreren, bij stabiliteit, met enkele "naïeve"
conclusies:

- Zolang ieder primair deficit maar constant wordt gehouden, stellen zich
geen problemen: de lange termijn schuldverhouding is proportioneel aan

---

\(^1\) Dat economische, sociale en andere elementen worden in rekening gebracht om te
bepalen waar er moet gesaneerd worden doet geen afbreuk aan deze bemerking.
het primair deficit t.o.v. het inkomen (uitdrukking (4)). Aan uitstel van saneringen is geen consequentie verbonden daar de lange termijn schuldverhouding los staat van de huidige verhouding.

- Ieder primair tekort is verdedigbaar en leidt enkel, zonder dat dit de stabilititeit in gevaar brengt, tot een verschillende lange termijn schuldverhouding.

- Hieruit volgt dat verminderingen in het primair tekort, niet kunnen gefundeerd worden op een stabiliteitsonderzoek. Deze volgen wel bij een interpretatie zoals uitdrukking (5) maar dan moet aan de analyse een onderzoek over de optimale schuldverhouding worden toegevoegd.

- De snelheid waarmede het lange termijn peil wordt bereikt is dermate klein (cfr. tabel 2) dat altijd kan worden gegaan meerdere tijd overblijft om in de toekomst in te grijpen. De openbare financiën hebben in deze een zeer lange toekomst die nooit in gevaar komt.

- De analyse blijft beperkt tot het domein van de overheidsschuld en het overheidstekort. De groei en de reële rentevoet worden a priori vastgesteld. Dit kan eventueel wel aangepast worden om rekening te houden met de gevolgen van beleidsmaatregelen maar wijzigt niets essentieel aan de analyse.

- Het tekort d.i. de verandering in de schuld zal op lange termijn toenemen met de schuldverhouding en met de groeivoet van het nominale inkomen (uitdrukking (12)). M.a.w. hoe hoger de inflatie, hoe hoger de rentelasten en dus hoe hoger het tekort kan zijn. Inflatie is dus geen penaliserende factor, integendeel. Daar het lange termijn tekort oploopt met de schuldverhouding ontstaat een "vreemde" dynamiek: hoe groter de tekorten in het verleden, hoe hoger het huidige tekort kan zijn.

De beleidsimplicaties bij instabiliteit zijn bijna even onduidelijk:

- Volgens de DOMAR (1944)-filosofie is instabiliteit het gevolg van een te laag primair tekort: een hoger tekort zou de groei verhogen en zo de stabiliteit herstellen. Vandaag wordt deze redenering evenwel niet gevolgd: stabiliteit wordt verholpen door meer te besparen; het effect hiervan op de groei wordt grotendeels verwaarloosd.
- Ingerepen op het vlak van de reële rente of de reële groeivoet zijn zinvol voor zover deze een permanent effect hebben.

- Daar er bij instabiliteit een primair surplus moet bestaan zullen t.o.v. een toestand van stabiliteit en voor eenzelfde lange termijn schuldverhouding, de overheidsuitgaven lager liggen. Dit komt door de hogere rentelastenverhouding.

- Ook hier geldt dat het tekort toeneemt met het inflatiepercentage en de lange termijn schuldverhouding.

3.4. De economische inhoud van het stabilisatieonderzoek

i) De rentelasten als nevenaspect

De voorgaande analyse werd niet ontwikkeld om na te gaan of het sneeuwbaleffect van de rentelasten zichzelf voedt. De (impliciete) startvraag is: leidt een primair of niet-interestlasten tekort dat constant wordt gehouden tot een explosieve situatie of niet? De rentelasten worden bij de afleiding betrokken wegens de permanente aard van x. Dit illustreert duidelijk dat de nadruk ligt op het behoud van tekorten.

Toegespast op de Belgische situatie zou het voorgaande tot het besluit moeten leiden dat er geen reden tot bezorgdheid bestaat zolang r<g blijft en dus dat er, vanuit een stabiliteitsoogpunt, geen reden is om de overheidsfinanciën te saneren. Men beperkt dan immers x en dus ook d*. Maar waarom zou men zo iets doen? Volgens het model enkel en alleen bij instabiliteit. Dit illustreert dat de benadering moet worden aangevuld met een economisch-financiële analyse. Het gevaar van de sneeuwbalanalyse bestaat er dan ook in dat de aandacht wordt afgeleid van dit fundamentele onderzoek waaraan een sanering van de openbare financiën niet ontsnapt.

ii) De oorsprong van de instabiliteit.

De instabiliteit wordt verwoord als een wiskundige voorwaarde waarbij de rentevoet de groeivoet overstijgt. In deze situatie zal de schuldverhou-
ding, en dus ook de verhouding rentelasten-inkommen, systematisch blijven toenemen. De oorsprong van de instabiliteit wordt dus niet direct gelegd bij een te hoog tekort of een te omvangrijke schuld. Aldus wekt de sneeuwbalbenadering de indruk dat de problemen met de openbare financiën groten-deels exogeen zijn en dat de beleidsoverheers hieraan geen "schuld" hebben. Alhoewel het juist is dat lage groei en hoge rentevoeten het probleem van de openbare financiën verergeren, is het evenzeer zo dat instabiliteit onmogelijk had kunnen optreden als er in het verleden geen schuld zou zijn opgebouwd.

Bij instabiliteit stellen zich een viertal problemen die we hieronder bondig bespreken. Merken we wel op dat we geen aandacht besteden aan wat het uiteindelijk resultaat van instabiliteit is (inflatie, kapitaalbelasting, schuldsverwerping enz.) omdat we ons concentreren op wat er vandaag, ver voor deze fatale afloop, kan gebeuren.

- Men kan zich eerst en vooral afvragen welke de economische basis van de benadering bij instabiliteit is nl. het bereiken van een primair surplus (uitdrukking (5)). De DOMAR (1944) - interpretatie hield voor dat een structurele lage groei diende te worden bestreden met een hoger tekort. Dit leverde geen financieringsproblemen op daar de rentelasten werden gefinancierd uit belastingopbrengst. DOMAR (1944) stelde dus uiteindelijk de vraag of een structureel financieringstekort kon worden gefinancierd door oplopende belastingvoeten. De interpretatie die vandaag wordt gevolgd ligt volledig anders nl. instabiliteit moet worden weggewerkt door extra-besparingen i.p.v. bijkomende uitgaven. Dit is gebaseerd op een louter wiskundige relatie tussen de variabelen maar houdt het gevaa in om als een economische relatie te worden geïnterpreteerd. Het bewijst dat de benadering, buiten het vestigen van de aandacht op de dynamiek van de overheidsschuld, weinig te bieden heeft.

- Een tweede probleem betreft de snelheid waarmede instabiliteit speelt. M.a.w. hoeveel tijd heeft men om te saneren ? In de volgende tabel geven we hieromtrent enig cijfermateriaal. We gaan na, onder de vooropgestelde waarden voor het primair surplus (negatieve waarden voor x) en het rente-groei verschil, hoeveel de schuldpverhouding bedraagt na het aangegeven aantal jaren. De startwaarde voor deze verhouding bedraagt 1,10 wat bij benadering de huidige Belgische waarde is. Het is natuurlijk verwacht dat de schuldpverhouding sneller stijgt bij lagere
surplussen en een hoger rente-groei verschil. Aldus duiden waarden van 10 en meer zeker op een onhoudbare toestand. Anderzijds is het even juist dat een toenemende schuldbverhouding waarbij na 25 jaar b.v. een waarde van 1,30 wordt bereikt, wel wijst op instabiliteit. Dit kan echter moeilijk als een onhoudbare situatie worden omschreven. Ter verduidelijking met \( x = -1,0 \% \) en \((r-g) = 0,03\) stijgt de schuldbverhouding in 10 jaar tijd van 1,10 naar 1,36. Dit verslechteringsritme (de mate waarin de schuldbverhouding toeneemt) is beperkt zodat in de toekomst voldoende tijd overblijft om verder te saneren. In politieke termen uitgedrukt, de sneeuwbalk rolt dermate traag dat saneren kan worden uitgesteld of dat kan worden gespeculeerd op een verbetering van het \((r-g)\) verschil.

Het besluit voor de huidige Belgische situatie (\( x = -0,4 \% \) en \((r-g) = 0,05 \)) is dat de toestand sterk instabiel is wanneer men deze waarden als lange termijn waarden aanvaardt. Evenwel leidt een kleine verhoging van het primair surplus tot 1,0 \% b.v. i.p.v. de 5,5 \% die voor een stabilisatie van de schuldbverhouding op 1,10 zou noodzakelijk zijn, tot een schuldbverhouding van 1,67 binnen 10 jaar. Dat dit een probleem zou stellen vanuit een stabiliteitsbenadering is weinig overtuigend wanneer we er mee rekening houden dat deze verhouding de afgelopen tien jaar bijna met evenveel is gestegen nl. van 0,47 naar 1,10. Toen kon men ook spreken van instabiliteit (gemiddelde nominale groei 6,1\%, gemiddelde rente 9,7 \%) en toch kon de schuld, weliswaar met behulp van buitenlands krediet, worden gefinancierd.

Wat we met de voorgaande opmerking willen aantonen is dat de ogen- schijnlijk evidente interpretatie van instabiliteit nl. een steeds toenemende schuldbverhouding, moet worden gerelateerd omdat het verslechteringss ritme niet noodzakelijk onheilspellend hoeft te zijn. Dit houdt dan ook in dat de verantwoording van de saneringen om het sneeuwbaleffect te stoppen, bijzonder zwak is. Er is opnieuw nood aan een bijkomende economisch-financiële analyse.

---

TABEL 4
Werking sneeuwbaleffect bij instabiliteit:
verhoging schuldverhouding na aangegeven aantal jaren (a)

<table>
<thead>
<tr>
<th>jaren r-g</th>
<th>5</th>
<th>10</th>
<th>25</th>
<th>50</th>
<th>100</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>x = - 0,4 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>0,01</td>
<td>1,14</td>
<td>1,17</td>
<td>1,30</td>
<td>1,55</td>
<td>2,29</td>
</tr>
<tr>
<td>0,03</td>
<td>1,25</td>
<td>1,43</td>
<td>2,16</td>
<td>4,37</td>
<td>8,71</td>
</tr>
<tr>
<td>0,05</td>
<td>1,38</td>
<td>1,74</td>
<td>3,53</td>
<td>11,78</td>
<td>134,21</td>
</tr>
<tr>
<td>x = - 1,0 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>0,01</td>
<td>1,11</td>
<td>1,11</td>
<td>1,13</td>
<td>1,16</td>
<td>1,27</td>
</tr>
<tr>
<td>0,03</td>
<td>1,22</td>
<td>1,36</td>
<td>1,94</td>
<td>3,69</td>
<td>15,07</td>
</tr>
<tr>
<td>0,05</td>
<td>1,35</td>
<td>1,67</td>
<td>3,25</td>
<td>10,52</td>
<td>118,55</td>
</tr>
<tr>
<td>x = - 3,0 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>0,01</td>
<td>(1,00)</td>
<td>(0,90)</td>
<td>(0,56)</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>0,03</td>
<td>1,12</td>
<td>1,14</td>
<td>1,22</td>
<td>1,44</td>
<td>2,92</td>
</tr>
<tr>
<td>0,05</td>
<td>1,24</td>
<td>1,41</td>
<td>2,29</td>
<td>6,33</td>
<td>66,35</td>
</tr>
<tr>
<td>x = - 5,0 %</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>0,01</td>
<td>(0,90)</td>
<td>(0,69)</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>0,03</td>
<td>(1,01)</td>
<td>(0,91)</td>
<td>(0,48)</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>0,05</td>
<td>1,13</td>
<td>1,16</td>
<td>1,34</td>
<td>2,15</td>
<td>14,15</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Noot (a) : Toepassing formule (2) met \( d_{-1} = 1,10 \) (d.i. ongeveer het huidige peil in België).

Waarden tussen haakjes zijn lager dan het startpeil (1,10) en hebben als lange termijnwaarde nul.
- Een derde probleem vormt de vertaling van instabiliteit naar economisch woordgebruik. Betekent instabiliteit dat de toenemende schuldverhouding niet kan worden gefinancierd? Is dit het geval dan geeft de voorgaande tabel, samen met de analyse rond tabel 1, aan dat de analyse niets overtuigend te bieden heeft. Want waar ligt de financieringsgrens? Bij het bestaan van instabiliteit? Een onstabiele toestand met een schuldverhouding van 0,50 zou dan "erger" zijn dan een stabiele schuldverhouding van 1,50! Hierboven is aangetoond dat het verslechteringsritme een noodzakelijk bijkomend evaluatie-element vormt. Hier kunnen we aan toevoegen dat ook de peil van de schuldverhouding belangrijk is daar dit een indicator vormt van de beschikbare tijd vooraleer financieringsmoeilijkheden kunnen optreden. Wiskundige instabiliteit verantwoorden door te wijzen op de niet-financierbaarheid is derhalve moeilijk. Evenwel, inspelend op de rationaliteit van de beleggers, kan geargumenteerd worden dat instabiliteit in de toekomst inhoudt dat dit naar vandaag wordt gedisconteerd zodat nu reeds financiële problemen zullen ontstaan. Aldus wordt verwezen naar het vertrouwensaspect wat cruciaal is voor beleggingen op langere termijn. De band instabiliteit-vertrouwen is evenwel niet eenduidig bepaald en bijna zeker ook beïnvloed door het verslechteringsritme. Financieringsmoeilijkheden zijn dus ook mogelijk bij stabiliteit; omgekeerd, en de Belgische ervaring van de laatste tien jaar illustreert dit in zekere mate, hoeft een wiskundige instabiliteit niet te leiden tot onoverbrugbare financieringsmoeilijkheden. De bijdrage van de sneeuwbalanalyse is derhalve opnieuw beperkt.

- Ten slotte vindt instabiliteit zijn oorsprong in de relatie rente-groeivoet. Nergens echter wordt een band gelegd met de hoogte van de schuldverhouding. Dit kan nochtans op een relatief gemakkelijke wijze door het inbrengen van een risico-premie (zie MASSON (1985))

iii) Het gedrag van de beleggers.

-Solvabiliteit

In de sneeuwbalanalyse wordt nergens expliciet aandacht besteed aan het gedrag van beleggers. Er wordt derhalve de indruk gewekt dat dit onbelangrijk is, of dat stabiliteit (bekomen door de voorwaarde g>r of door vol-
doende saneringen) garant staat voor een financiering\(^1\). Dit moet dan ook betekenen dat de overheid solvabel is. Deze laatste stap is evenwel niet noodzakelijk juist. Dit hangt immers af van wat onder solvabiliteit wordt verstaan. Houdt dit in dat de huidige schuld ooit wordt terugbetaald, dan betekent dit dat aan de intertemporele budgetbeperking is voldaan\(^2\) nl. dat de huidige waarde van de toekomstige surpluspen gelijk is aan de bestaande schuld. Anders geformuleerd, de huidige waarde van het schuldniveau op een willekeurig toekomstig tijdstip moet naar nul gaan als dit tijdstip naar oneindig gaat. Dit houdt dan logisch in dat de schuld niet sneller mag groeien dan de rentevoet. Toegepast op de voorgaande analyse heeft dit als gevolg dat:

- Bij stabiliteit aan deze solvabiliteitsvereiste niet zal voldaan zijn als het primair tekort constant wordt gehouden omdat dan de schuldentempering (rentelasten plus primair tekort) te groot zal zijn. De solvabiliteitsvoorwaarde staat dus los van de stabiliteitsvoorwaarde en heeft te maken met het streefdoel van het beleid nl. welk tekort, in - of exclusief rentelasten, wordt gestabiliseerd. Wordt het totale tekort constant gehouden (t.o.v. het inkomen) dan is er wel solvabiliteit.

- Wordt de schuldenhouding constant gehouden als er instabiliteit bestaat, dan is ook aan de solvabiliteitswaarde voldaan. Maar ook hier komen de twee vereisten niet volledig overeen. Immers is iedere verhoging in de schuldenhouding, volgens de stabiliteitsanalyse, onhoudbaar. Dit hoeft echter de solvabiliteit niet in gevaar te brengen zolang de groeivoet van de schuld maar kleiner blijft dan de rente. De schuldenverhouding kan dus op een instabiele wijze verhogen zonder dat dit tot insolvabiliteit leidt nl. zolang deze toename maar beperkt blijft.

- De dynamiek van de overheidsschuld

Cruciaal in het voorgaande is de hypothese betreffende de samenstelling van het tekort nl. het primair tekort en de rentelasten (uitdrukking (1)). Deze bepaling van het tekort is echter niet "heilig" en kan worden gewijzigd in functie van wat beleggers willen financieren. Zo kan voor de definitie van de schuldwijziging, in navolging van DOMAR (1944), ook worden

\(^1\) We herhalen hier dat DOMAR (1944) zich van dergelijk probleem bewust was en de financiering van de rentelasten uit belastingopbrengst vooropstelde.

verondersteld dat beleggers enkel het primair tekort en niet de rentelasten willen financieren:

\[ (17) \quad D_t - D_{t-1} = X_t \]

De rentelasten moeten nu uit belastingopbrengst of uitgaven-reducties worden gefinancierd. Uitdrukking (1) wordt dan vervangen door:

\[ (18) \quad d_t = x_t + \frac{d_{t-1}}{(1+g)(1+\pi)} \]

De lange termijn schuldverhouding bedraagt nu bij een constant primair tekort t.o.v. het inkomen:

\[ (19) \quad d^* = x/(g+\pi) \]

De stabiliteitsvoorwaarde is dat de nominale inkomensgroei positief is. De lange termijn schuldverhouding wordt hier dus een negatieve functie van de inflatie. Deze vereiste is veel gemakkelijker te realiseren dan de voorgaande waarbij de groeivoet de rente diende te overtreffen.

Een tussenbenadering stelt dat de dynamiek van het tekort wordt gegeven door de inflatiepremie nl. dat:

\[ (20) \quad D_t - D_{t-1} = X_t + \pi_t D_{t-1} \]

Hier wordt gewerkt met de hypothese dat enkel de reële rente uit de belastingopbrengst of via uitgavenreducties moet worden betaald. De lange termijn schuldverhouding, bij een constant primair tekort en inflatievoet, bedraagt nu:

\[ (23) \quad d^* = x/g \]

De stabiliteitsvereiste, positieve groei, valt relatief t.o.v. de voorgaande benadering moeilijker te voldoen.

Uit een vergelijking van de drie voorgaande bepalingen van de schuldverandering volgen wel enkele belangrijke besluiten:

- Er bestaat niet zoiets als "de" stabiliteitsvoorwaarde. Deze volgt logisch uit de vooropgestelde dynamiek in de overheidsschuld die, als een econo-
mische benadering wordt gevolgd, mede moet worden verklaard door het
gedrag van de beleggers.

- Er bestaat een zekere "trade-off" tussen de grootte van de schuldwijziging
en de stabiliteitsvoorwaarde. Hoe meer de schuld stijgt buiten het primair
tekort, hoe strenger de stabiliteitsvoorwaarde. Opteren voor een strenge
stabiliteitsvoorwaarde (b.v. g>r) heeft dus wel het "voordeel" van een
sterke schuldiename toe te laten.

- De keuzemogelijkheid voor wat de schulddynamiek betreft en de hieruit
volgende lange termijn schuldverhouding geeft aan dat eventuele bijkomende
(economische, sociale, financiële enz.) beschouwingen noodzakelijk zijn.

- In de geanalyseerde schuldmodellen is het tekort de belangrijke variabele.
Hoe meer wordt gefinancierd via schuldcreeatie hoe minder er moet gesa
neerd worden en/of de belastingen moeten verhogen. De benaderingen
worden niet beïnvloed door de keuze tussen belastingheffing of uitgaven
reductie. Deze moet dan ook op een andere basis gebeuren maar dit kan
niet los gezien worden van de specificatie van de schulddynamiek. Stellen
dat de belastingdruk maximaal is maar de schulddynamiek specifiëren
zoals in uitdrukking (1), zal niet tot saneringen leiden. Een alternatieve
schulddynamiek specificatie zonder a priori rem op de belastingdruk kan
dus wel samengaan met meer saneringen.

- De financieringsmogelijkheden

Van de oplopende schuld bij stabiliteit wordt (impliciet) verondersteld
dat dit niet tot financieringsproblemen zal leiden. Dat dit niet zo evident is
bewijst de discussie in verband met de solvabiliteit. Stabiliteit en solvabili
teit gaan immers niet hand in hand. De afwezigheid van financieringspro
blemen bij stabiliteit kan worden verantwoord door te stellen dat het beleid
zal streven naar het behouden van het vertrouwen van beleggers. Deze visie
is verdedigbaar wanneer de schuldverhouding niet te hoog oploopt of al te
snel stijgt.

Een tweede mogelijke verantwoording steunt op het zogenaamd BARRO-
RICARDO equivalentietheorema dat stelt dat rationele belastingbetalers te
korten gelijkschakelen aan toekomstige belastingheffingen en hier reeds
vandaag op reageren door extra te sparen. M.a.w. tekorten scheppen hun
eigen financiering. Instabiliteit kan, zoals reeds werd aangegeven, economisch worden verantwoord door te stellen dat het vertrouwen van de beleggers zal worden aangetast. Evenwel zal er, wanneer het equivalentie-theorema wordt aanvaard, nooit een financieringsprobleem bestaan, zelfs niet bij instabiliteit of insolvabiliteit. Immers wat voor gewone belastingen geldt, kan evenzeer worden verdedigd voor het eindpunt van instabiliteit nl. inflatie (= belasting op financiële activa) en/of vermogensbelasting en/or schuldbetalingsverplichting enz. Instabiliteit wordt dan, ook al omdat er geen gevolgen zullen uitgaan op de rente, een vrij leeg begrip. De "dreiging" van instabiliteit ook.

Bij het beschouwen van financieringsmogelijkheden dient ook rekening te worden gehouden met de investeringsneiging van de bedrijven en de gezinnen. Gebeurt dit niet dan lijkt een financiële confrontatie onvermijdelijk waarvan de privé-sector zeker de verliezende partij zal zijn. De investeringen zullen dan dalen wat de langere termijn groei negatief zal beïnvloeden en zo de stabilisatie en het oplossen van het probleem van de overheidsfinanciën zal bemoeilijken.

Stabiliteitsvereisten houden geen rekening met de financieringsmogelijkheden maar dit verhindert niet dat financieringsproblemen kunnen samengaan met een stabiele waarde voor d*. M.a.w. een wiskundig stabiele situatie garandeert geen economische stabiliteit zo min als instabiliteit op middellange termijn (op lange termijn natuurlijk wel) samengaat met economische instabiliteit.

Essentieel volgt uit de inbreng van financieringsmogelijkheden een omkering van de redenering nl. de financieringsmogelijkheden geven het toelaatbaar totale tekort. Hieruit kan men dan het toelaatbaar niet-interestlastentekort (x) afleiden en zo de lange termijn schuld-verhouding. De voorgaande analyse wordt dan gebruikt als indicator van het al of niet bestaan van stabiliteitsproblemen.

- De inflatie

Reeds voorheen werd expliciet of impliciet gewezen op de veronderstellingen die omtrent het gedrag van beleggers in de stabiliteitsanalyse worden gemaakt. We herhalen hier de herbelegging van de ontvangen interesten, het kopen van de aangeboden obligaties, het financieren van oplopende schuld enz. Eén bijkomende hypothese willen we nog uitdrukkelijk behan-

De neutraliteit van beleggers t.o.v. inflatie wordt op een extreme wijze doorgetrokken in de benadering die het tekort corrigeert voor de opgetreden inflatie. De redenering is dat door inflatie de reële waarde van de schuld vermindert. Alhoewel dit boekhoudkundig juist is moet er mee worden rekening gehouden dat inflatie, vooral wanneer deze onverwacht is, het beleggingsgedrag zal beïnvloeden zodat de veronderstelling, dat dit deel van de overheidsschuld dat overeenkomt met de reële waardedaling automatisch wordt gefinancierd, in twijfel moet worden getrokken.

iv) Risico

In de stabiliteitsanalyse wordt er van uitgegaan dat de lange termijn waarden voor het tekort, de reële groei en de reële rente kunnen worden bepaald. Omtrent deze waarden bestaat echter, omdat ze betrekking hebben op de toekomst, onzekerheid. De vraag stelt zich dan ook of de stabiliteitsvereisten niet strakker dan noodzakelijk moeten vastgesteld worden om een veiligheidsmarge in te bouwen. Dit probleem is minder scherp bij stabiliteit omdat, door de hypothese van volledige financierbaarheid, wijzigingen in (g-r) enkel de omvang van de schuld beïnvloeden zolang tenminste g>r blijft. Dit toont nogmaals aan dat volgens de sneeuwbalbenadering de huidige problemen met de openbare financiën terug te brengen zijn tot een te hoge reële rente i.v.t. de groei zodat instabiliteit ontstond. Was dit niet gebeurt, m.a.w. was de reële rente minder gestegen en/of de groei minder gedaald, dan zouden de problemen zich niet of nauwelijks hebben voorgedaan.

Bij instabiliteit evenwel bepaalt (g-r) onmiddellijk het primair tekort (zie bespreking uitdrukking (5)). Het introduceren van een veiligheidsmarge, b.v. om rekening te houden met mogelijke renteverhogingen, verhoogt het stabiliserende primair surplus en dus de saneringen. In deze situatie is de
bepaling van de grootte van de groei en de reële rente cruciaal en dus is voorzichtigheid geboden.

4. Besluit

Men kan zich moeilijk van de indruk ontdoen dat de bekommernis bij de beleidsvoerders over de toestand van de openbare financiën terug te brengen is tot de onhoudbaarheid van de huidige situatie en de hieruit volgende beperking op de overheidsinterventie. Het "breken" van het sneeuwbaleffect, het "herstel" van de stabiliteit wordt als kort termijn hoofddoel vooropgesteld. Het vormt "de" test op iedere beleidsprognose over het tekort. Hoe dit streefdoel moet worden bereikt lijkt van zeer onderschikt belang te zijn. Het bewijs hiervan wordt geleverd door de uitleggingen dat het sneeuwbaleffect een rem betekent op het overheidsoptreden en eens dit effect tot staan zal worden gebracht er nieuwe mogelijkheden voor de overheidsuitgaven zullen ontstaan. Ter illustratie: "... het doorbreken van het zogenaamde sneeuwbaleffect inzake rentelasten, zodat het budget opnieuw een instrument voor de sociaal-economische politiek wordt, in plaats van een obstakel" (Ontwerp van Regeerakkoord, 2 mei 1988, blz. 2). Dit illustreert dat de instabiliteit wordt beschouwd als een spijtige samenloop van omstandigheden waaraan snel moet worden verholpen zodat het voorgaande beleid kan worden hervat. Aldus gaat men er evenwel aan voorbij dat het fundamenteel probleem van de Belgische openbare financiën betrekking heeft op de belastingen en de overheidsuitgaven. De sneeuwbaldynamiek is pas relevant als controle op wat zou beschouwd worden als optimale belastingen en overheidsuitgaven. De benadering wekt dus, ten onrechte, teveel de indruk dat wiskundige en economische stabiliteit hand in hand gaan. De bijdrage van de analyse van de schulddynamiek tot de sanering van de Belgische openbare financiën is dan ook vrij klein. Deze bijdrage "beperkt" zich tot het verduidelijken van de lange termijn dynamiek van de schuld. Erger is het feit dat de gebruikers van de analyse soms de indruk wekken dat het om economische en niet om wiskundige wetmatigheden gaat. Dit is duidelijk wanneer van de stabiliteit van de rentedynamiek een voldoende i.p.v. noodzakelijke voorwaarde voor de sanering van de openbare financiën wordt gemaakt.

De sneeuwbalkenadering is ook economisch-financieel "gevaarlijk" omdat het leidt tot het "zoeken van de boord van de afgrond". Maar wie kan volhouden dat er nooit een misstap zal gebeuren? Men kan natuurlijk niet voorbij aan de politieke aantrekkelijkheid van de benadering: het is een
eenvoudige (niet te moeilijke) pseudo wetenschappelijke manier om een aantal saneringen te "verkopen" aan de kiezers. Bovendien wordt de verantwoordelijkheid elders dan bij de huidige beleidsvoorders gelegd. Het relatief duidelijk streefdoel nl. het stoppen van het sneeuwbaleffect, verhoogt de geloofwaardigheid, op kortere termijn althans, van het beleid. Maar is het niet verbazend vast te stellen dat beleidsverantwoordelijken plots wel aandacht hebben voor bepaalde lange termijn problemen (sneeuwbaleffect) en niet voor andere (b.v. gevolg van hoge belastingdruk, toekomst sociale zekerheid enz.)? Aan het voorgaande moet wel een positief element worden toegevoegd nl. dat het sneeuwbaleffect geresulteerd heeft in een toegenomen belang van de openbare financiën in het macro-economisch beleid.

De toekomst zal moeten uitwijzen of de uiteindelijke bijdrage van het sneeuwbaleffect positief was. Op korte termijn wordt aan het breken van dit sneeuwbaleffect de hoogste prioriteit toegekend. Dit valt te betreuren omdat er geen enkele waarborg bestaat dat een gestabiliseerde rentespiraal samen gaat met gesaneerde overheidsfinanciën.

Bibliografie


MALDAGUE R., La Problématique Budgétaire du Pouvoir Central dans une Perspective à Moyen Terme, Maart 1987.

MASSON D., The Sustainability of Fiscal Deficits, Staff Papers, december 1985, blz. 577-605.


