

Monetair en begrotingsbeleid in het eurogebied: onafhankelijk maar toch verbonden

J. Boeckx
M. Deroose^(*)

Inleiding

De vóór de crisis bestaande consensus betreffende de macro-economische beleidsvoering kent het monetair beleid een dominante, zo niet exclusieve, rol toe in het vrijwaren van de prijsstabiliteit. Daardoor draagt het ook in belangrijke mate bij tot de macro-economische stabiliteit in bredere zin, bijvoorbeeld door het uitvlakken van conjunctuurschommelingen. Volgens die visie en ook in het huidige Europese beleidskader is er voor het begrotingsbeleid geen actieve rol weggelegd bij het stabiliseren van de inflatie: dat beleid mag vooral geen stoorzender zijn. Dat kan het best worden gerealiseerd door te zorgen voor duurzame en gezonde overheidsfinanciën die de prijs- en macro-economische stabiliteit niet in het gedrang brengen⁽¹⁾. Omgekeerd voorziet de consensus van vóór de crisis evenmin een rol voor het monetair beleid in het vrijwaren van houdbare overheidsfinanciën. Zo lijken de beide beleidsdomeinen met elk hun specifieke taakverdeling – die tevens wordt belichaamd in een onafhankelijke centrale bank en duidelijke begrotingsregels – los van elkaar te staan.

De crisis heeft echter aangetoond dat er tussen het monetair en budgettair beleid tal van linken bestaan. Zo kan de Europese Centrale Bank (ECB) via de outright monetaire transacties (OMT's) onder financiële druk

staande overheidspapier (voorwaardelijk) ondersteunen. Daarnaast tempert de lagerentekomgeving – een weerspiegeling van de trage nominale economische groei – de rentelasten die overheden moeten betalen op hun fors toegenomen schuld, terwijl de ondermaatse inflatie en de cyclische krimp de schuldgraad opdrijven. De invoering van de programma's voor de aankoop van activa – waarbij centrale banken hoofdzakelijk overheidspapier kopen – heeft de volledige rendementscurve nog verder gedrukt, het korte eind zelfs tot in negatief terrein. Die effectenaankopen (geregistreerd op de actiefzijde van de centralebankbalans) vertalen zich in een evenredige stijging van de liquiditeiten die commerciële banken aanhouden bij de centrale bank (geregistreerd op de passiefzijde). Aangezien de centrale banken op die reserves doorgaans een rente betalen en de rendementscurve sterk afgevlakt is, werden de centralebankreserves en het (korte-termijn) overheidspapier in hoge mate substituten van elkaar. De crisis stelde ook de conventionele taakverdeling tussen het monetair en het begrotingsbeleid ter discussie, vermits het monetair beleid bij de ondersteuning van het economisch herstel op grenzen is gestuit (zoals de ondergrens op de nominale rente). De vraag rijst derhalve of ook het begrotingsbeleid de economie een stimulant dient te geven.

Het onderzoek en het debat over de wisselwerking tussen het monetair en het begrotingsbeleid hebben dus een nieuwe impuls gekregen. Dit artikel bevat enkele nieuwe inzichten die de crisis gebracht heeft. Zonder exhaustief te willen zijn, wordt vooral gewezen op het belang van een gezamenlijke analyse van het monetair en het begrotingsbeleid.

(*) De auteurs danken de NBB-collega's voor hun kritische opmerkingen bij dit artikel, met name: Luc Aucremanne, Mélissa Kasongo Kashama, Luc Van Meensel, Arnoud Stevens, Stefan Van Parys, Joris Wauters en Raf Wouters.

(1) Het begrotingsbeleid heeft uiteraard vele doelstellingen, maar in dit artikel ligt de klemtoon op twee belangrijke macrotaken: de stabilisatie van de economische cyclus en het vrijwaren van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën.

Hoofdstuk 1 biedt een overzicht van het denken over het monetair en het begrotingsbeleid. Daarbij wordt de conventionele visie, waarbij wordt uitgegaan van een strikte scheiding en een duidelijke taakverdeling tussen de beide beleidsdomeinen, vergeleken met een alternatieve visie waarbij de wisselwerking tussen de beide beleidsdomeinen vooropstaat. Volgens deze laatste benadering is het samenspel tussen het monetair en het begrotingsbeleid – waarbij niet alleen het monetair beleid, maar ook het begrotingsbeleid een actieve rol zou kunnen vervullen – bepalend voor de macro-economische uitkomsten. In hoofdstuk 2 wordt, aan de hand van denkkaders, de praktijk toegelicht. Daarbij wordt gefocust op enkele recente crisisgebeurtenissen in het eurogebied die wijzen op eventuele hiaten in de conventionele visie. Hoofdstuk 3 concludeert.

1. Verschillende visies afhankelijk van het monetair denkkader

1.1 De conventionele visie: een strikte taakverdeling

In de jaren zestig en zeventig werden zowel het monetair als het begrotingsbeleid een belangrijke rol toegedicht in het realiseren van macro-economische stabiliteit. De beide beleidsdomeinen werden op natuurlijke wijze gecoördineerd ten behoeve van zowel het intern als het extern evenwicht. Vanaf de jaren tachtig groeide echter de visie dat het stabiliserend vermogen van het monetair beleid groter was dan dat van het begrotingsbeleid. Zo ontstond een consensus die voorzag in een strikte taakverdeling: de centrale bank is verantwoordelijk voor de macro-economische stabiliteit (via het behoud van prijsstabiliteit, doorgaans door het stabiliseren van de output op zijn potentieel niveau) en de budgettaire autoriteit kan daar het best toe bijdragen door te zorgen voor gezonde en duurzame overheidsfinanciën.

Een dominante stabiliserende rol voor het monetair beleid⁽¹⁾

De dominante stabiliserende rol van het monetair beleid wordt door tal van redenen verklaard. Zo bleek de taakverdeling in de praktijk te werken. Na de ontsporing van de inflatie in de jaren zeventig, wierp de nieuwe focus van centrale banken op een lage en stabiele inflatie vruchten af aangezien de macro-economische volatiliteit vanaf medio jaren tachtig onmiskenbaar afnam (zie grafiek 1). Studies hebben echter aangetoond dat, naast een efficiënter monetair beleid, ook de overwegend gunstige macro-economische schokken en structurele hervormingen in de economie (bijvoorbeeld soepeler arbeids- en

productmarkten) bijgedragen hebben aan een stabielere macro-economische omgeving⁽²⁾. Op theoretisch vlak hebben macro-economische modellen uitgewezen dat het monetair beleid de economische bedrijvigheid het best zou kunnen bevorderen door het waarborgen van een lage en stabiele inflatie⁽³⁾. Aangezien het monetair beleid, door het zetten van de beleidsrente, niet alleen de inflatie maar ook de output gap kan stabiliseren, is er voor dit laatste minder behoefte aan een actief begrotingsbeleid.

Daarenboven werd de stabiliserende rol van een discretionair begrotingsbeleid ter discussie gesteld. Die scepsis werd ondermeer ingegeven door de grotere aandacht voor de Ricardiaanse equivalentie⁽⁴⁾ in een context van rationele verwachtingen en het ontbreken van een empirische consensus over de omvang van de begrotingsmultiplicator – dat is de mate waarin een begrotingsimpuls de economische groei beïnvloedt. Voorts worden begrotingsmaatregelen niet vaak genomen (begrotingen worden doorgaans eenmaal per jaar opgesteld) en het ontwerpen en ten uitvoer leggen ervan vergt tijd. Daardoor riskeren ze pas effect te sorteren op het ogenblik dat de conjunctuursituatie reeds is omgeslagen, waardoor ze dus procyclisch dreigen te worden. Expansieve maatregelen ingevoerd in slechte tijden zijn bovendien moeilijk terug te draaien in goede tijden: een ‘tekortbias’ kan dan uitmonden in een immer groeiende overheidsschuld. De crisiserfenis van de jaren zeventig (en begin jaren tachtig) hield ook hoge tekorten en olopende schulden in vermits het begrotingsbeleid werd ingezet ter ondersteuning van de economie. Bijgevolg nam de mogelijkheid om een discretionair begrotingsbeleid in te zetten als contracyclisch instrument fors af en verschoof de prioriteit veeleer naar het stabiliseren en reduceren van de hoge niveaus inzake overheidsschuld.

In tegenstelling tot actieve budgettaire interventies werken automatische stabilisatoren wel tijdig, tijdelijk en gericht. Zonder discretionair ingrijpen vanwege de overheid gaan de werkloosheids- en sociale zekerheidsuitkeringen in slechte tijden (goede tijden) immers stijgen (dalen), terwijl de belastingontvangsten dan doorgaans afnemen (toenemen) met een afvlakking van de conjunctuurschommelingen tot gevolg. De conventionele visie kent de automatische stabilisatoren dus wel een rol toe bij het uitvlakken van economische schommelingen. Die stabilisatoren werken des te krachtiger naarmate de overheid een grotere omvang in de

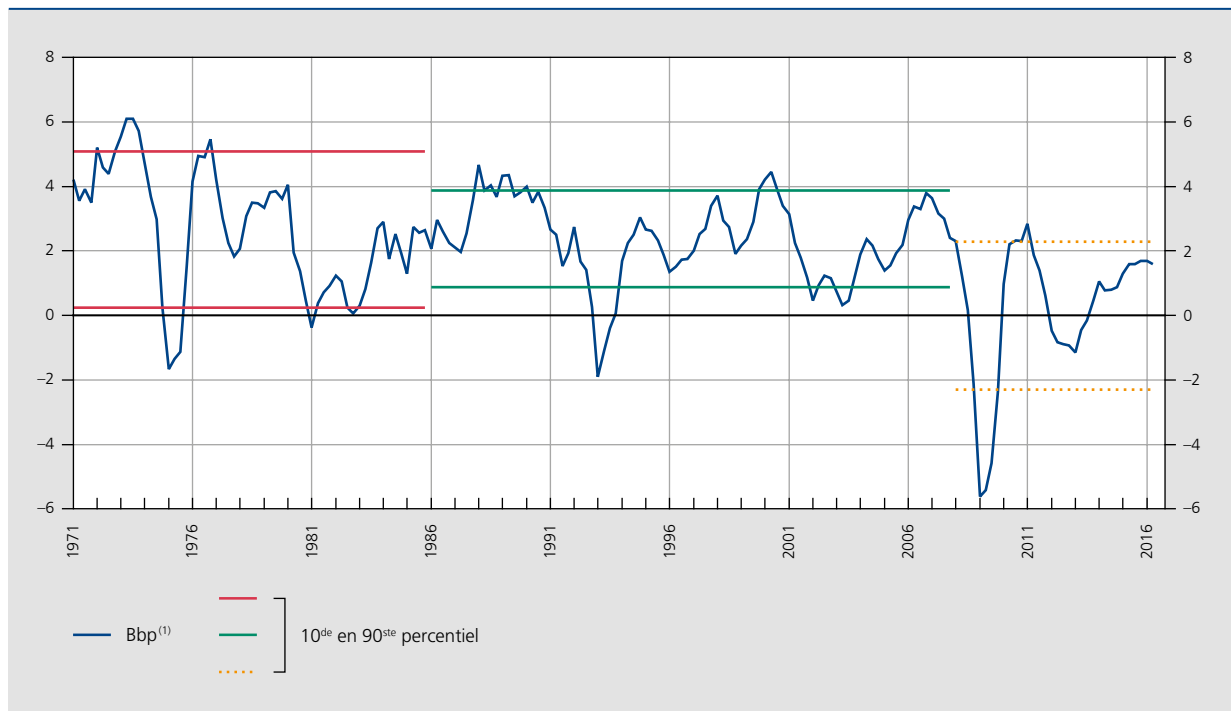
(1) Voor een grondiger discussie aangaande de vóór de crisis bestaande consensus, zie bijvoorbeeld Blanchard *et al.* (2010).

(2) Voor een overzicht van de voornaamste verklaringen van de ‘Great Moderation’, zie bijvoorbeeld Bernanke (2004).

(3) Voor een discussie ter zake, zie Blanchard en Galí (2007).

(4) Volgens deze hypothese gaat de private sector, als reactie op een begrotingsexpansie en een toename van het overheidstekort, meer sparen omdat huishoudens en bedrijven ervan uitgaan dat de overheid de belastingen in de toekomst weer zal verhogen of de uitkeringen zal verminderen. In haar meest extreme vorm impliceert deze theorie dan ook dat een begrotingsexpansie de economie niet stimuleert, net zoals een begrotingsinkrimping ze niet afremt.

GRAFIEK 1 **STERKE DALING VAN DE MACRO-ECONOMISCHE VOLATILITEIT IN HET EUROGEBIED**



Bronnen: AWM database, EC.

(1) Veranderingspercentages t.o.v. het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.

economie heeft. Precies daarom zijn ze in Europa belangrijker dan in de Verenigde Staten. Om die automatische stabilisatoren volop te laten spelen zonder dat er onzekerheid ontstaat over de houdbaarheid van de overheidsschuld, is het belangrijk dat de overheidsfinanciën gezond zijn.

Gezonde overheidsfinanciën zijn ook een voorwaarde opdat het monetair beleid effectief een stabiliserende rol zou kunnen spelen. Theorie en praktijk hebben immers aangetoond dat een centrale bank er onder politieke druk kan worden toe aangezet het expansief begrotingsbeleid te financieren via rechtstreekse kredietverlening aan overheden. De budgettaire vraagimpuls die daarmee gepaard gaat, kan vervolgens resulteren in een hogere inflatie en op termijn, indien excessief, in een inflatoire spiraal die op haar beurt negatieve gevolgen heeft voor de welvaart⁽¹⁾. Uit vrees daarvoor zijn tal van centrale banken onafhankelijk gemaakt en verantwoordelijk gesteld voor de prijsstabiliteit, terwijl de budgettaire instanties disciplinerende begrotingsregels opgelegd kregen.

Het Europees institutioneel kader

De conventionele visie wordt ook weerspiegeld in het institutioneel kader van de Economische en Monetaire

Unie (EMU). Zo werd een onafhankelijke Europese centrale bank opgericht die verantwoordelijk is voor prijsstabiliteit in de muntunie als geheel. De Raad van Bestuur van de ECB definieert prijsstabiliteit als een inflatie van onder, maar dicht bij 2% op middellange termijn. Dat perspectief op middellange termijn biedt de ECB een zekere flexibiliteit in het nastreven van haar hoofddoelstelling, waardoor wordt vermeden dat er zich in de economische bedrijvigheid en in de beleidsrentes grote schommelingen zouden voordoen als gevolg van onmiddellijke reacties op alle inflatieschokken. Op die manier is de hoofddoelstelling van prijsstabiliteit dus ook bevorderlijk voor de macro-economische stabiliteit. Zo komt de ECB ook tegemoet aan een andere doelstelling die het Verdrag van haar vereist, namelijk het ondersteunen van het algemeen economisch beleid.

Voorts kregen de nationale autoriteiten begrotingsregels op gelegd. In een monetaire unie is de prikkel om

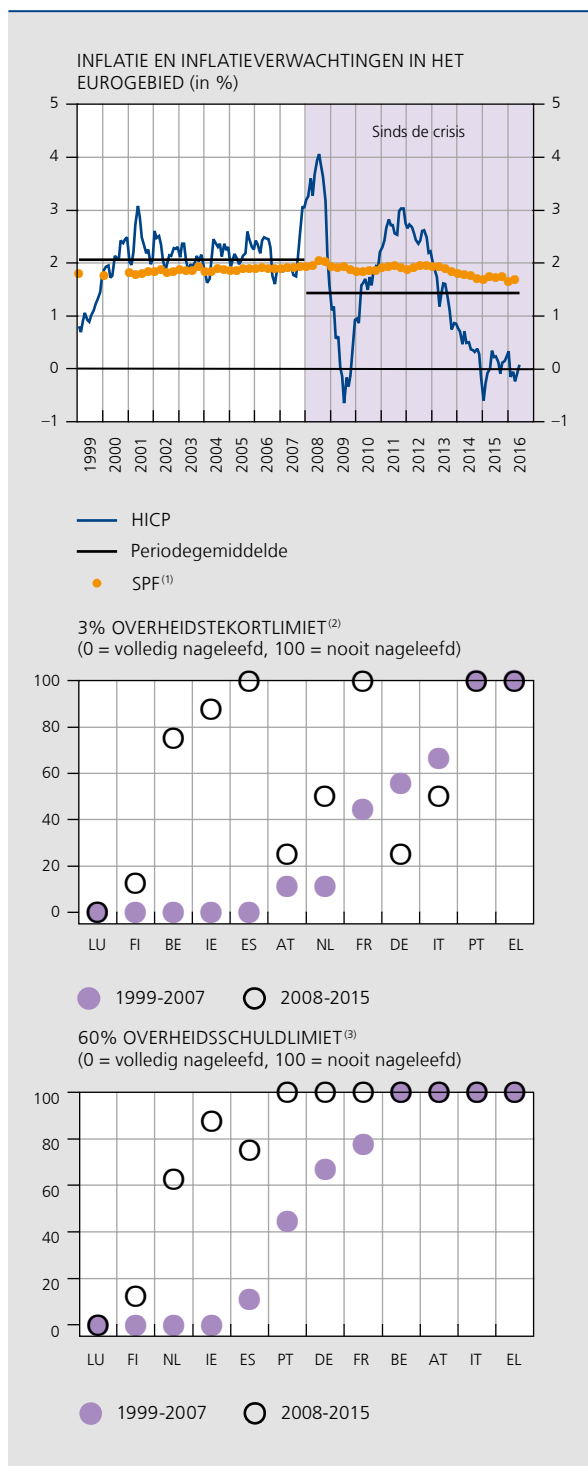
(1) De kosten verbonden aan een hoge en variabele inflatie zijn velerlei. Een hoge en variabele inflatie vereist dat economische subjecten meer (inefficiënte) inspanningen moeten leveren om de prijzen en de lonen correct aan te passen en als dat niet frequent gebeurt, verstoort dat ook het relatieve-prijs signaal (wat de allocatie van middelen scheeftrekt). Ze resulteert in hogere risicopremies en dus hogere reële rentetarieven, wat een rem zet op de investeringen. Ze vereist een grotere inspanning van het monetair beleid, wil deze laatste de reële rente sturen. Ten slotte impliceert een onverwacht hogere inflatie ook een willekeurige vermogensherverdeling van de kredietverstreckers naar de kredietnemers.

een onverantwoord begrotingsbeleid te voeren immers sterker dan in een autonoom land. Begrotingsexpansies sorteren namelijk slechts een miniem effect op de inflatie in de monetaire unie als geheel (dat geldt des te meer voor kleinere landen). De centrale bank trekt haar beleidsrente dan ook minder sterk op dan wanneer ze enkel maar zou toezien op de prijsstabiliteit in een autonoom land. De reële rente in het land dat een expansief begrotingsbeleid voert, ligt dus lager waardoor de groei er sterker zal aantrekken. De hogere beleidsrente voor de gehele muntunie impliceert echter wel kosten voor de andere lidstaten. Bovendien bestond de vrees dat de financiële markten een sterke toename in de overheidsschuld van een lidstaat niet tijdig zouden penaliseren door een hogere rente te vragen ter compensatie van een groter risico op wanbetaling, maar dat de afstrafing plots zou komen (sudden stop). Om te waken over gezonde overheidsfinanciën in de individuele landen van het eurogebied werd dus getracht zowel marktdiscipline als begrotingsregels op te leggen. Zo werden het verbod op monetaire financiering van de overheidsschuld en de no-bail-outclausule gecombineerd met budgettaire referentiewaarden die allemaal bij wet werden vastgelegd⁽¹⁾. Die referentiewaarden werden vervolgens verder uitgewerkt in het Stabiliteits- en groeipact (SGP): het overheidstekort mag maximaal 3% bbp bedragen en de overheidsschuld maximaal 60% bbp, zo niet moet de schuld in voldoende mate afnemen. Daarenboven vereist het SGP dat lidstaten op middellange termijn tot begrotingsituaties komen die vrijwel in evenwicht zijn of een overschot vertonen opdat de automatische stabilisatoren vrij zouden kunnen spelen zonder dat het overheidstekort de 3%-referentiewaarde overschrijdt. De EMU-architecten hebben dus alles in het werk gesteld opdat niets of niemand de ECB zou afbrengen van haar mandaat inzake prijsstabiliteit, ze hebben met andere woorden getracht een zo groot mogelijke monetaire dominantie te verzekeren⁽²⁾.

Uit grafiek 2 blijkt dat het Eurosysteem tijdens het decennium vóór de crisis zijn doelstelling inderdaad wist te bereiken. Zo bedroeg de inflatie gemiddeld 2%. Anderzijds leefden de meeste van de twaalf oorspronkelijke eurolanden de begrotingsregels niet na en zulks vaak gedurende enkele jaren. Toch wist het Eurosysteem de volatiliteit van het bbp en de inflatie in het eurogebied onder controle te houden. Zijn stabiliserende rol kwam dus niet in gevaar (zie ook grafiek 1). De tamelijk robuuste resultaten inzake groei en inflatie gingen in een aantal landen echter gepaard met de opbouw van

(1) Zie Artikelen 123, 125 en 126 van het Verdrag betreffende de Werking van de Europese Unie.
 (2) Zie ook Praet (2015).

GRAFIEK 2 REALISATIE VAN DE SPECIFIEKE DOELSTELLING DOOR RESPECTIEVELIJK HET EUROSISTEEM EN DE NATIONALE BEGROTINGSAUTORITEITEN



Bronnen: EC, ECB, Thomson Reuters Datastream.

- (1) Gemiddelde van de geaggregeerde kansverdeling van de inflatieverwachtingen over vijf jaar (NBB-berekeningen). De gegevens zijn afkomstig uit de ECB-kwartaalenquête bij professionele voorspellers.
 (2) Verhouding, in procenten, tussen het aantal jaren waarin het overheidstekort in procenten bbp boven de 3% uitkomt en het totale aantal jaren in de respectieve periode.
 (3) Verhouding, in procenten, tussen het aantal jaren waarin de overheidsschuld in procenten bbp boven de 60% uitkomt en het totale aantal jaren in de respectieve periode.

financiële onevenwichten⁽¹⁾. Doordat er in de vóór de crisis bestaande consensus onvoldoende aandacht was voor de macro-economische dimensie van de financiële stabiliteit, en financiële risico's haast uitsluitend voor individuele financiële instellingen werden onderzocht, bleven die onevenwichten evenwel onder de radar. Doordat terzelfder tijd de instrumenten ontbraken om de onevenwichten aan te pakken, zagen de beleidsmakers zich tijdens de crisis voor zware opdrachten geplaatst.

1.2 Het monetair en het begrotingsbeleid zijn sterk gelinkt, wat een gezamenlijke analyse vereist

Aan het begin van de jaren negentig ontwikkelde zich echter ook een andere visie die zowel voor het monetair als voor het begrotingsbeleid een expliciete rol weggelegd ziet om te zorgen voor macro-economische stabiliteit, in het bijzonder prijsstabiliteit. Volgens die visie bepaalt niet enkel het monetair beleid, maar ook het begrotingsbeleid op meer expliciete wijze hoe de nominale variabelen in de economie verlopen. In dit artikel wordt deze alternatieve visie de monetaire-budgettaire theorie genoemd (in een enge vorm staat ze wellicht beter bekend als de budgettaire theorie van het prijsniveau, of de 'fiscal theory of the price level')⁽²⁾. De grondleggers ervan zijn Eric Leeper, Chris Sims en John Cochrane; ook Sargent en Wallace (1981) waren er reeds van overtuigd dat het begrotingsbeleid een rol speelde in het verloop van de inflatie.

Hieronder wordt dieper ingegaan op de verschillen tussen de traditionele monetaire theorie en de monetaire-budgettaire theorie. Het is de bedoeling enkele inzichten van de alternatieve theorie toe te lichten aan de hand van eenvoudige vergelijkingen, zonder daarbij exhaustief te willen zijn. Voor meer gedetailleerde informatie wordt verwezen naar het werk van de grondleggers.

Het verschil tussen de beide visies weerspiegelt een verschillend theoretisch denkkader, vooral wat de veronderstellingen aangaande het gedrag van het begrotingsbeleid betreft. Beide denkkaders steunen op twee evenwichtsvergelijkingen waarin het prijspeil voorkomt: een ruilvergelijking en een overheidsschuldvergelijking (zie grafiek 3). Die twee vergelijkingen maken deel uit van alle gangbare economische modellen, zij het op een meer of minder expliciete wijze afhankelijk van de rol die men voor het begrotingsbeleid weggelegd ziet in het bepalen van het prijspeil. Aan de hand van de beide vergelijkingen wordt hier enkel getracht het verloop van het algemeen prijspeil of de inflatie te duiden. Er wordt derhalve niets gezegd over de stabilisatie van de conjunctuur of de economische groei: het gaat dus om een louter monetaire analyse.

In evenwicht geldt dat de totale uitgaven voor economische transacties (de geldhoeveelheid vermenigvuldigd met het aantal keren dat iedere euro jaarlijks wordt gependeed) gelijk zijn aan de waarde van de transacties (vergelijking 1) en dat de waarde van de uitstaande overheidsschuld gelijk is aan de verdisconteerde waarde van de toekomstige primaire overheidsoverschotten die deze schuld moeten afbetalen (vergelijking 2). Er zij opgemerkt dat de laatste vergelijking in reële termen is geschreven: het is de relatieve prijs van de overheidsschuld – dat is de nominale waarde van het uitstaand overheidspapier⁽³⁾ gecorrigeerd voor het algemeen prijspeil – die gelijk moet zijn aan de verdisconteerde stroom van de reële primaire overschotten (de overheidsontvangsten na aftrek van de overheidsuitgaven met uitzondering van de rentelasten) die de overheid naar verwachting zal boeken. Die vergelijking vertoont een parallel met de prijsbepaling van financiële activa: de prijs van de activa is de verdisconteerde waarde van de inkomensstromen die deze activa in de toekomst verwacht worden op te leveren. In diezelfde zin waarderen de economische subjecten de overheidsschuld op grond van de middelen die de overheid in de toekomst wellicht aan de economie zal onttrekken. Er zij opgemerkt dat hier met overheidsschuld wordt bedoeld de geconsolideerde overheidsschuld die in handen is van de private sector: het betreft zowel de schuld van de budgettaire overheid als de schulden die de centrale banken op hun passiva hebben geboekt, bijvoorbeeld de rentedragende centralebankreserves of bankbiljetten. Voorts gaat het hier om de verwachte stroom van primaire saldi.

De 'traditionele' monetaire theorie gaat ervan uit dat prijsstabiliteit op lange termijn alleen maar door het monetair beleid wordt gegarandeerd. Vergelijking 1 belichaamt die visie: bij een relatief constante omloopsnelheid van het geld (V) en aangezien het monetair beleid op lange termijn geen effect heeft op de output, kan de centrale bank het prijspeil (P) op lange termijn controleren, enkel en alleen door middel van haar beleidsinstrument (in deze klassieke ruilvergelijking is dat de geldhoeveelheid (M)). Hier geldt geen expliciete rol voor het begrotingsbeleid of voor de overheidsschuld hoewel deze, zoals verderop wordt toegelicht, op de achtergrond toch aanwezig zijn.

In de praktijk is de geldhoeveelheid geen rechtstreeks instrument van het monetair beleid. Een centrale bank

(1) Voor meer informatie en een interpretatie van de oorzaken van de crisis in het eurogebied, zie bijvoorbeeld Baldwin en Giavazzi (2015).

(2) Gelet op de expliciete aandacht die de alternatieve visie geeft aan het begrotingsbeleid in het verklaren van het verloop van het algemeen prijspeil lijkt de keuze voor de benaming 'fiscal theory of the price level' op het eerste gezicht logisch. Het is echter de wisselwerking tussen de beide beleidsdomeinen die van cruciaal belang is, vandaar onze alternatieve benaming. Eric Leeper (2016a) heeft het ook over de 'real theory of the price level'.

(3) Die bestaat in vele geavanceerde economieën vooral uit in de nationale munt uitgegeven nominaal schuldpapier, hoewel verschillende landen ook inflatiegelinkt overheidspapier of schuld in buitenlandse valuta uitgeven; het belang daarvan is echter veeleer beperkt.

Vergelijking 1
De ruilvergelijking

$$M_t V_t = P_t Y_t$$

Nominale uitgaven Nominaal bbp

Vergelijking 2
De overheidsschuldwaardering⁽¹⁾

$$\frac{B_t}{P_t} = E_t \sum_{j=1}^{\infty} \rho^{-j} (T_{t+j} - G_{t+j})$$

Reële overheidsschuld Reële primaire overheidssaldo's

Som van de verwachtingen

waarbij M staat voor geld, V voor de omloopsnelheid van het geld, P voor het prijspeil, Y voor de reële output, B voor de nominale overheidsschuld – met inbegrip van de verplichtingen van de centrale bank (zoals de centralebankreserves) – in handen van de private sector, ρ voor de reële discontovoet die de waarde van de toekomstige overschotten actualiseert en hier eenvoudigheidshalve als constant wordt beschouwd, T voor de belastingontvangsten en G voor de overheidsuitgaven ongerekend de rentelasten.

(1) Hier wordt enkel de vereenvoudigde vergelijking met alleen maar overheidsschuldpapier op korte termijn weergegeven.

tracht de inflatie veeleer te sturen via het zetten van haar beleidsrente (in dat proces zal ook het verloop van de geldhoeveelheid veranderen)⁽¹⁾. Een hogere beleidsrente remt de inflatie af, een lagere beleidsrente wakkert de inflatie aan. Volgens Leeper (1991) speelt het monetair beleid hier een ‘actieve’ rol: door haar beleidsinstrument adequaat te wijzigen, beoogt de centrale bank de inflatie te stabiliseren. Concreet betekent dit dat de standaardmodellen het monetair beleid een Taylor-regel⁽²⁾ opleggen volgens welke een centrale bank de nominale rente, als reactie op een stijging/daling van de inflatie, uiteindelijk meer dan proportioneel moet verhogen/verlagen om de reële rente in de passende richting te sturen en de prijsstabiliteit te herstellen.

Wijzigingen in de beleidsrente als respons op inflatieschokken veranderen ook de nominale rentelasten van de overheid, wat ons bij vergelijking 2 brengt. Een stijging van de nominale beleidsrente vertaalt zich in vergelijking 2 dus in een proportionele stijging van de nominale schuld B (het rente-effect is vervat in de teller van het linkerlid). Aangezien de centrale bank het Taylor-principe toepast, veranderen ook de reële rentelasten en, derhalve, de reële schuld. Het linkerlid wordt bijgevolg groter dan het rechterlid. Opdat vergelijking 2 alsnog zou opgaan en de economie stabiel zou blijven, moeten de houders van de overheidsschuld er dan ook van uitgaan dat de overheid haar primaire saldi ($T-G$) optrekt.

De geldende macro-economische modellen berusten inderdaad op de (impliciete of expliciete) veronderstelling dat de overheid haar primaire overschotten steeds dusdanig aanpast dat ze de reële schuld stabiliseren

(in de terminologie van Leeper (1991) nemen de overheden een ‘passieve’ rol op⁽³⁾) en dat de verwachtingen ter zake eveneens correct tot stand komen. Om die reden wordt in de modellen weinig aandacht besteed aan het budgettaire luik; er wordt als het ware abstractie gemaakt van vergelijking 2, die in deze context een budgetbeperking impliceert voor de overheid. Volgens deze zienswijze werd een onafhankelijke centrale bank die adequaat op de inflatie reageert, als voldoende beschouwd om prijsstabiliteit te bereiken.

De monetaire-budgettaire visie betwist echter de dominantie van het monetair beleid. Het feit dat het prijspeil (P) ook in vergelijking 2 voorkomt, wordt hier beklemtoond en impliceert dat ook het begrotingsbeleid er een invloed kan op uitoefenen. Deze visie stelt specifiek dat prijsstabiliteit coördinatie van het monetair en het begrotingsbeleid vereist, hoewel dat niet steeds expliciet zichtbaar is. Volgt de overheid de ‘passieve’ regel immers niet, dan kan een inflatoire schok niet worden afgewend door een restrictief monetair beleid. Sims (2012) en Leeper (2016b) redeneren als volgt: indien wordt verwacht dat de koers van het begrotingsbeleid na een verhoging van de beleidsrente ongewijzigd blijft, dan voelen de obligatiehouders zich rijker (ze ontvangen een hogere rente en verwachten niet dat de overheid meer middelen aan de economie zal onttrekken) en willen ze dus meer goederen en diensten

(1) Voor meer informatie over de precieze werking van een rentebeleid versus een geldbasisbeleid, zie Aucremanne *et al.* (2007).

(2) Voor meer informatie, zie met name Taylor (1999).

(3) Leeper stelt dat het begrotingsbeleid de primaire overheidsoverschotten op ‘passieve’ wijze aanpast teneinde de reële schuld te stabiliseren en de monetairbeleidskoers daarbij als een exogeen gegeven beschouwt.

kopen. Uiteindelijk zal de inflatie toenemen, in weerwil van wat de centrale bank aanvankelijk beoogde. In de eerder 'mechanische' termen van vergelijking 2 betekent dit dus dat een toename van P de enige manier is om het linkerlid te stabiliseren wanneer B stijgt en het rechterlid onveranderd blijft. Inderdaad, de monetaire-budgettaire theorie voorziet niet in de mogelijkheid van default vanwege de overheid op schulden in de eigen munt omdat ze er van uitgaat dat landen met een eigen monetair beleid willen vermijden dat hun financiële stabiliteit daardoor in gevaar komt.

De monetaire-budgettaire theorie biedt aldus een minder gangbare verklaring voor de hoge en versnellende inflatie in Brazilië in de jaren tachtig. Loyo (1999) suggereert dat die inflatie het gevolg was van de combinatie van een actief monetair beleid en een actief begrotingsbeleid. De centrale bank trachtte door middel van een renteverhoging de hoge inflatie terug te dringen. Aangezien echter werd verwacht dat stijgende rentelasten niet tot een begrotingsconsolidatie zouden leiden (de budgettaire autoriteit richt zich met andere woorden niet passief op het stabiliseren van de reële overheidsschuld), voelden de obligatiehouders zich rijker en dat leidde tot een hogere inflatie. Een restrictiever monetair beleid resulteerde dan ook in een groeiende nominale schuld en een exploderende inflatie. Er zij opgemerkt dat volgens de monetaire-budgettaire theorie, anders dan volgens de conventionele visie, hyperinflaties dus niet enkel een budgettaire, maar ook een monetaire oorzaak kunnen hebben. In het eerste geval is een ontsprende inflatie het resultaat van de monetaire financiering van begrotingstekorten, in het tweede geval van de budgettaire impact van een restrictief rentebeleid.

Volgens de monetaire-budgettaire theorie wordt vergelijking 2 dus niet beschouwd als een budgetbeperking, maar louter als een evenwichtsvoorwaarde voor prijsstabiliteit. Evenwicht vereist dat zowel de

reële schuld als de inflatie een stabiel of voorspelbaar verloop laat optekenen. In de monetaire-budgettaire theorie (volgens de classificatie van Leeper (1991), zie ook grafiek 4) kan dat worden bereikt zowel dankzij een beleidsmix van actief monetair en passief budgettair beleid (tevens ook de conventionele visie) als dankzij een minder gangbare combinatie van passief monetair en actief begrotingsbeleid. De monetaire-budgettaire theorie beklemtoont dat tussen de twee autoriteiten steeds enige vorm van coördinatie nodig is, wil een van beide het prijsverloop effectief stabiliseren. In de eerste beleidscombinatie remt een restrictief monetair beleid de inflatie precies af omdat de overheid, als reactie op dat beleid, haar primaire overschotten opbouwt. Evenzo werkt een expansief monetair beleid inflatoir aangezien de overheid geacht wordt haar primaire overschotten af te bouwen. Met de invoering van de SGP-regels gaf het Europees institutioneel kader dus in wezen ook aan dat een afdwingbaar begrotingsraamwerk noodzakelijk was om de monetaire dominantie te verzekeren. In de tweede beleidscombinatie (passief monetair beleid en actief begrotingsbeleid) is het echter de budgettaire autoriteit die de inflatie controleert (door het bepalen van B en de verwachtingen ten aanzien van de primaire saldi), terwijl de monetaire autoriteit de reële schuld op passieve wijze stabiliseert door haar beleidskoers aan te passen. Concreet betekent dit dat de centrale bank, door niet of onvoldoende te reageren op inflatoire schokken van het begrotingsbeleid, voorkomt dat de schulden en de inflatie sneller gaan oplopen.

Door de wisselwerking tussen het monetair en het begrotingsbeleid vrij te laten spelen, biedt de monetaire-budgettaire theorie de economie dus een groot aantal mogelijk te volgen paden, hetzij richting evenwicht, hetzij weg van dat evenwicht (zie grafiek 4 voor een overzicht). Zo vult ze de conventionele theorie aan en geeft ze een vollediger beeld van de complexiteit en de nuances van de monetaire-budgettaire coördinatie.

GRAFIEK 4 VERSCHILLENDE MOGELIJKE BELEIDSCOMBINATIES⁽¹⁾ IN DE MONETAIRE-BUDGETTAIRE THEORIE

	Actief begrotingsbeleid	Passief begrotingsbeleid
Actief monetair beleid	Geen oplossing	Uniek evenwicht (conventionele visie)
Passief monetair beleid	Uniek evenwicht	Verskillende oplossingen mogelijk en dus geen uniek evenwicht

(1) Classificatie volgens Leeper (1991).

1.3 Wat is de 'juiste' visie op de wereld?

Het betreft hier wellicht een té polariserend geformuleerde vraag. Modelmatig speelt zowel het monetair als het begrotingsbeleid in beide theorieën immers een rol bij het bepalen van de prijsstabiliteit. De monetair-budgettaire theorie laat hier een expliciete rol voor het begrotingsbeleid toe, terwijl de consensusvisie van vóór de crisis dat beleid geen dominante rol toeschrijft en eerder abstractie van maakt. Uit de monetaire-budgettaire theorie blijkt dat de conventionele visie op die manier bepaalde wisselwerkingen tussen de twee beleidsdomeinen uit het oog dreigt te verliezen of dat ze té sterke veronderstellingen riskeert te maken over het gepaste gedrag van elke autoriteit (het begrotingsbeleid stabiliseert schulden en het monetair beleid kan de beleidsrentes onbepert wijzigen). Die hiaten zijn ongetwijfeld relevant. In het volgende hoofdstuk wordt dieper ingegaan op enkele crisisgebeurtenissen in het eurogebied die de tekortkomingen in de geldende economische visie en het Europees institutioneel kader hebben blootgelegd. De monetaire-budgettaire theorie had reeds op de mogelijkheid van dergelijke problemen gewezen, zoals blijkt uit de treffende titel van een – achteraf profetisch gebleken – paper van Chris Sims uit 1999: 'The precarious fiscal foundations of EMU'. Tegelijkertijd blijft de monetaire-budgettaire theorie zelf ietwat controversieel aangezien ze in de praktijk nog moeilijk kan worden toegepast en ze enkele sterke veronderstellingen maakt (er is bijvoorbeeld geen rol voor default vanwege de overheden). In bepaalde situaties kan ze echter verrijkende inzichten verschaffen. Op deze selectieve toepassingen wordt hieronder nader ingegaan.

2. De crisis heeft de tekortkomingen van de conventionele visie en die in bestaande instellingen onthuld

2.1 Het ontbreken van monetaire ondersteuning maakte een zelfvervullende overheidsschuldencrisis mogelijk

De monetaire-budgettaire theorie wijst erop dat de eurolanden in feite geen nominale, maar reële schuld uitgeven. Hun schuld is immers uitgedrukt in euro, en de uitgifte van euro's wordt niet door de individuele lidstaten bepaald. Dat maakt eurolanden kwetsbaarder aangezien de financiële markten op die manier overheden tot wanbetaling kunnen dwingen. Vergelijking 2 in grafiek 3 hierboven verduidelijkt dat. Om het evenwicht te vrijwaren, dient een stijging van de reële schuld gepaard te gaan met de verwachting dat de primaire overschotten in de toekomst zullen stijgen. Wordt er echter van uitgegaan

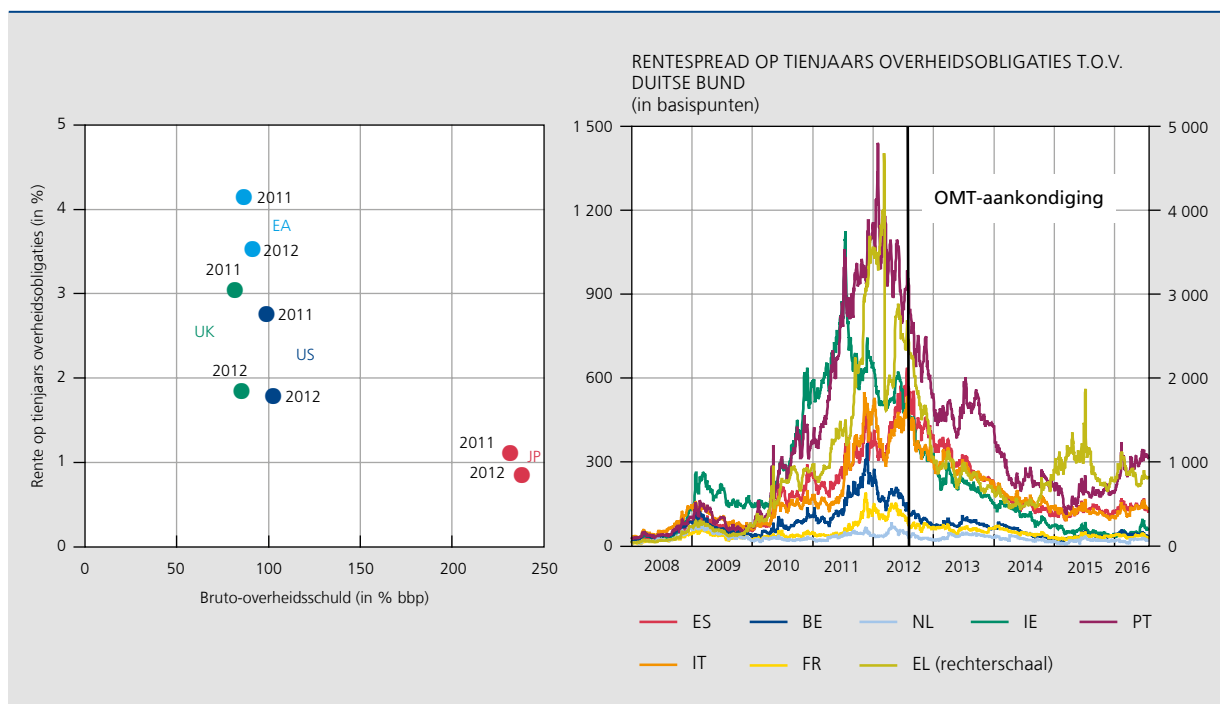
dat de overheid geen nieuwe reële middelen kan of wil onttrekken aan de economie (in vergelijking 2 is het rechterlid kleiner dan het linkerlid), dan ontstaan verwachtingen van wanbetalingen en eisen de beleggers hogere risicopremies teneinde dat risico te dekken. Die situatie is anders als het om nominale schuld gaat. Bij een stijging van de nominale schuld kan het evenwicht worden hersteld door een toekomstige begrotingsconsolidatie, maar ook door een stijging van het prijspeil. Nominale schuld impliceert immers enkel een aanspraak op euro's in de toekomst; voor de overheid van een land met een eigen centrale bank is de eigen munt in principe voorhanden. Zodoende kan vergelijking 2 in principe steeds worden nageleefd, waardoor wanbetaling zo goed als uitgesloten is⁽¹⁾. Nominale overheidsschuld heeft dan ook het kenmerk kredietrisicovrij te zijn, zij het dat zulks ten koste kan gaan van de prijsstabiliteit.

In de conventionele visie is er dus geen plaats voor die wisselwerking tussen de overheid en de centrale bank uit terechte vrees voor monetaire financiering en té hoge inflatie. Om monetaire dominantie te verzekeren, wordt dan ook de oprichting voorgeschreven van onafhankelijke centrale banken en wordt in het eurogebied de ECB zelfs expliciet verboden de overheidsschuld monetair te financieren. De sterke principes in het Verdrag beklemtonen dus het reële karakter van de overheidsschuld van de eurolanden: ze impliceren dat de ECB – en overigens ook andere lidstaten en de Europese Unie in haar geheel – niet intervenueert wanneer de overheidsobligatiemarkten (en dus de eenheidsmunt) door de financiële markten onder druk worden geplaatst. Default vanwege een lidstaat werd als een mogelijkheid aanvaard. Dat geldt veel minder in een land met een eigen centrale bank aangezien deze laatste in praktijk wel de rol van 'lender of last resort' op de overheidsobligatiemarkt vervult. De loutere verwachting hiervan werkt doorgaans stabiliserend⁽²⁾. De landen van het eurogebied waren dus vatbaar voor zelfvervullende marktverwachtingen die een liquiditeitscrisis van de overheid kunnen doen omslaan in een solvabiliteitscrisis.

De overheidsschuldencrisis in het eurogebied heeft het gebrek aan monetaire ondersteuning inderdaad bijzonder voelbaar aangestipt. Terwijl de begrotingsfundamenten van de muntunie in haar geheel in de periode 2010-2012 zeker niet slechter bleken dan die in andere geavanceerde landen, liepen de rentetarieven die overheden op schulduitgiftes dienden te betalen er wel merkbaar hoger op (zie grafiek 5), zulks vanwege hogere risicopremies. Zelfvervullende marktpaniek kreeg immers vaste voet

(1) De onmogelijkheid van wanbetaling door overheden is een van de kernveronderstellingen die de monetaire-budgettaire theorie maakt.

(2) Zie ook Draghi (2014).



Bronnen: ECB, IMF, Thomson Reuters Datastream.

in kwetsbare eurolanden waardoor de spreads op hun overheidspapier sterk opliepen ten opzichte van die van de landen die als veilige havens werden beschouwd. Bezorgdheid over de houdbaarheid van de schuld was in bepaalde eurolanden zeker gewettigd, maar de onderliggende macro-economische en financiële determinanten waren niet dusdanig verslechterd dat ze een dergelijke ingrijpende herprijsing rechtvaardigden. Naast het vooruitzicht op in gebreke blijvende overheden ontstond ook de verwachting dat sommige landen ertoe genoopt konden worden de monetaire unie te verlaten. Dat zou hen, geheel in overeenstemming met de monetaire-budgettaire theorie, opnieuw in staat stellen de inflatie aan te wenden als een instrument om de reële overheidsschuld te stabiliseren. Twijfels over de onomkeerbaarheid van de euro (risico op 'redenominatie') waren dus, naast de vrees voor het expliciet afprijzen van de bestaande overheidsschuld (risico op wanbetaling), een additionele bron van opwaartse druk op de rente op overheidspapier.

Vermits de rente op overheidsobligaties doorgaans als referentierente geldt voor de andere marktrentes, verstoorde de fragmentatie op de overheidsobligatiemarkt ook de transmissie en de uniformiteit van het monetair beleid. De ECB nam bijgevolg verscheidene maatregelen om de fragmentatie in het eurogebied tegen te gaan.

Uiteindelijk werd de vicieuze cirkel tussen de marktverwachtingen en de dynamiek van de overheidsschuld verbroken door de aankondiging, tijdens de zomer van 2012, van de OMT's⁽¹⁾ – een voorwaardelijk aankoopprogramma van overheidspapier van onder druk staande eurolanden. Zodoende nam de ECB immers, op de overheidsobligatiemarkt, de rol van 'lender of last resort' op zich en gaf ze te kennen bereid en in staat te zijn (onterechte) aanvallen op de overheidsschuld van lidstaten in de kiem te smoren.

OMT's zijn dus een instrument om op korte termijn de stabiliteit in het financieel systeem te vrijwaren. Solvabiliteit op lange termijn vereist echter actieve inspanningen van de overheden zelf. Dat is niet enkel ingebed in het ontwerp van de OMT's – aankopen kunnen pas gebeuren indien landen de voorwaarden van een macro-economisch aanpassingsprogramma naleven – maar ook in het Europees institutioneel kader. Daarin wordt bijvoorbeeld voorzien door de disciplinerende begrotingsregels van het SGP, maar die regels bleken helaas niet

(1) OMT's zijn in overeenstemming met het Europees recht en ze zijn in het bijzonder niet strijdig met het verbod op monetaire financiering aangezien de aankopen plaatsvinden op de secundaire en niet op de primaire markt, ze onderworpen zijn aan strikte voorwaarden die de stimulans voor gezonde overheidsfinanciën moeten vrijwaren en ze tevens worden ingevoerd teneinde op middellange termijn de prijsstabiliteit veilig te stellen. Tot dusver zijn de OMT's overigens nog niet geactiveerd.

voldoende afdwingbaar. Er zij bovendien aangestipt dat de overheidsfinanciën in de meeste eurolanden op de vooravond van de crisis niet als problematisch werden beschouwd. In diverse landen ontstond daaromtrent pas bezorgdheid nadat de overheden werden gedwongen de weerslag op te vangen van een gebarsten kredietzeepbel, en zulks zowel op macro-economisch vlak als wat het redden van de binnenlandse banken betreft. In combinatie met de hoge rentetarieven die de marktpaniek weerspiegelden, zette de trage economische groei de houdbaarheid van de schuld nog verder onder druk. Dat beklemtoont hoe belangrijk het is de macro-economische en financiële stabiliteit te monitoren en te vrijwaren, ook voor de overheidsfinanciën en het monetair beleid. Sinds de crisis zijn op Europees institutioneel vlak dan ook verschillende initiatieven in die richting genomen. Zo moet de oprichting van de bankenunie het toezicht op de banksector verbeteren en, zonder overheidsinterventie, de ontbinding van in gebreke blijvende instellingen vergemakkelijken. De oprichting van het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) – dat voorwaardelijke financiële bijstand verleent aan in moeilijkheden verkerende landen – helpt de eurolanden dan weer zich beter te wapenen tegen zware asymmetrische schokken. Ten slotte werd de economische governance uitgebreid en worden voortaan ook onevenwichten in de private sector – bijvoorbeeld het ontstaan van buitensporige schuldposities – gemonitord.

2.2 De terugkeer van de inflatie naar 2 % : ook een rol voor het begrotingsbeleid ?

Wanneer overheden ten prooi vallen aan een zelfvullende marktpaniek, kunnen ze gehinderd worden om de houdbaarheid van hun schuld te vrijwaren. Evenzo kan een centrale bank, bij een deflatoire teruggang van de economie, beperkt worden om de reële rente gepast te sturen, bijvoorbeeld omdat haar beleidsrentes dicht bij hun ondergrens noteren (zoals het geval is in het eurogebied)⁽¹⁾. Andere beleidsdomeinen kunnen dan te hulp schieten om de doelstelling van de ander te realiseren. Dat inzicht heeft een centrale plaats in de monetaire-budgettaire theorie die het belang van beleidscoördinatie te allen tijde erkent. In de conventionele visie heeft dat inzicht pas recentelijk aan belang gewonnen, precies vanwege de confrontatie met uitzonderlijke situaties. Zo is volgens deze laatste visie een belangrijker rol weggelegd voor het begrotingsbeleid in het wegwerken van de nog aanwezige overcapaciteit in de economie wanneer het monetair beleid op beperkingen stuit.

(1) Voor een bespreking van de problemen die de ondergrens van de beleidsrentes voor het monetair beleid kan stellen, zie onder meer Kader 1 in het Verslag van de Nationale Bank (NBB, 2015) en Kader 1 in Cordemans *et al.* (2016).

De monetaire-budgettaire theorie komt tot een radicaler inzicht: ze kent het begrotingsbeleid in dergelijke situaties een dominante rol toe in het vrijwaren van een stabiel en voorspelbaar inflatieverloop. Alvorens dieper in te gaan op een mogelijke rol voor het begrotingsbeleid in het wegwerken van het macro-economische onevenwicht tussen sparen en investeren, wordt summier geschetst hoe het Eurosysteem in het eurogebied nagenoeg alleen kwam te staan in het stimuleren van het herstel.

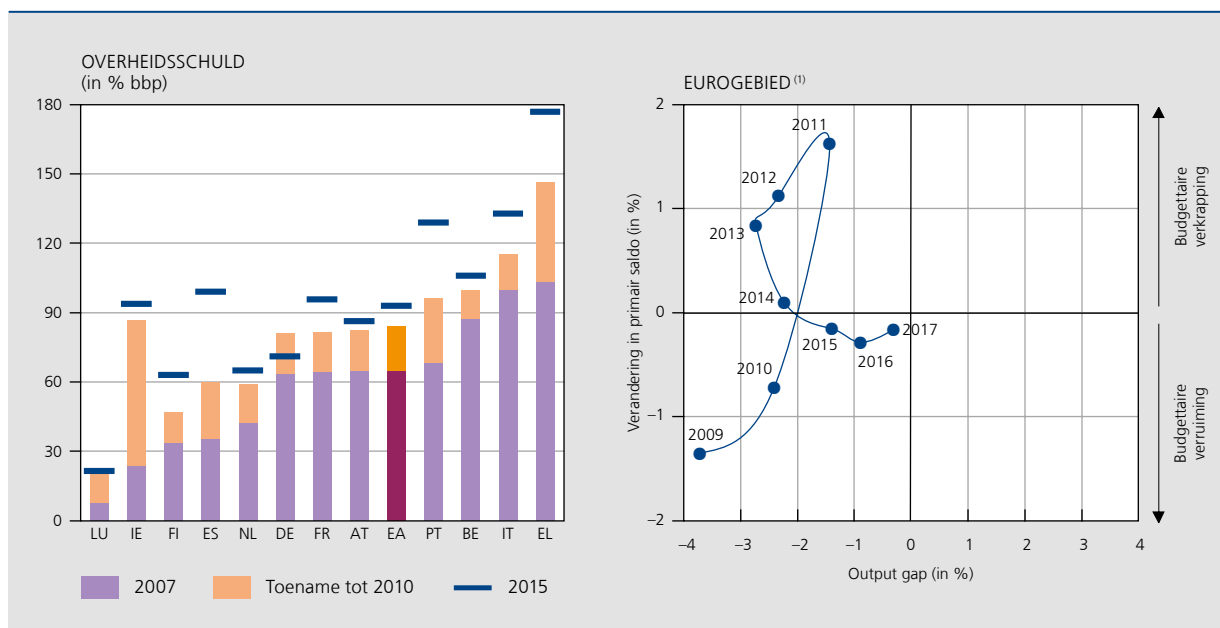
In het eurogebied (2009 tot nu) vaart het monetair beleid vrijwel aanhoudend een expansieve koers, het begrotingsbeleid is minder standvastig

In het begrotingsbeleid voor de muntunie in haar geheel kunnen ruwweg drie fases worden onderscheiden (zie grafiek 6): een stimulusfase van 2009 tot 2010, een saneringsfase van 2011 tot 2013 en recentelijk een fase waarin het begrotingsbeleid een meer neutrale koers vaart. Daarbij wordt gekeken naar de wijziging in het conjunctuurgezuiverd primair overheidssaldo (de variabele is weergegeven op de y-as). Dat saldo kan worden beschouwd als een maatstaf voor discretionaire budgettaire actie aangezien het de rentelasten op de overheidsschuld en de impact van de automatische stabilisatoren niet in aanmerking neemt.

Tijdens de eerste fase van de crisis waren zowel monetair- als begrotingsbeleidsmaatregelen erop gericht de impact van de crisis te verzachten. Zo begon de ECB in oktober 2008 de beleidsrentes te verlagen en nam ze een waaier aan maatregelen om die monetaire impuls, hoewel het financiële stelsel in volle beroering was, ook te laten doorstromen naar de huishoudens en de bedrijven. Ongeveer gelijktijdig lanceerde de Europese Commissie het 'European Economic Recovery Plan' dat de discretionaire stimulusprogramma's op nationaal en Europees niveau hielp coördineren (vanwege de omvang van de recessie waren de automatische stabilisatoren op zich onvoldoende). Het snel en krachtig herstel van de economische bedrijvigheid dat eind 2009 inzette (zie grafiek 1), toont aan dat die beleidscombinatie vruchten afwierp.

Vanaf eind 2010 zette het begrotingsbeleid echter een consolidatiefase in. Enerzijds werden de overheden er door paniek op de financiële markten (zie paragraaf 2.1) toe gedwongen de broekriem aan te halen. Er waren immers drastische saneringsmaatregelen vereist om de onzekerheid over de duurzaamheid van de overheidsschuldgraad en de daaruit voortvloeiende hoge risicopremies te doen afnemen. Anderzijds vereisten de SGP-regels dat de stimulus tijdig werd omgekeerd zodat de focus van de budgettaire autoriteiten weer op het veiligstellen van gezonde

GRAFIEK 6 HOGE SCHULDENLAST NOOPT TOT BEGROTINGSCONSOLIDATIE



Bron: EC.

(1) De gegevens voor 2016 en 2017 zijn voorspellingen.

overheidsfinanciën kwam te liggen. Er werd immers van uitgegaan dat deze autoriteiten op die manier het best konden bijdragen aan het vrijwaren van de macro-economische stabiliteit op langere termijn. Uit academisch onderzoek⁽¹⁾ bleek bovendien dat de effecten van een saneringsbeleid op de economische bedrijvigheid ook op korte termijn niet noodzakelijk negatief hoeven te zijn (met andere woorden de begrotingsmultiplicator kan ook negatief zijn) – op voorwaarde dat het gaat om een aanpassing in de overheidsuitgaven en niet in de belastingen⁽²⁾. Een versterkt Europees budgettaire governancekader⁽³⁾ dat de klemtoon legde op begrotingsdiscipline – zeker wat retoriek betreft –, leek zo twee vliegen in één klap te slaan: een duurzame schuldfabouw die de economische bedrijvigheid niet zou afremmen of die haar zelfs ten goede zou komen.

Grafiek 6 toont echter ook aan dat de saneringsfase van 2011 tot 2013 plaatshad tegen de achtergrond van een negatieve outputkloof. Recentere studies, zowel theoretische als empirische⁽⁴⁾, wijzen er op dat tijdens een diepe recessie, wanneer de productiecapaciteit onderbenut is en het monetair beleid nieuwe negatieve macro-economische schokken moeilijk kan opvangen, een budgettaire inkrimping de economische groei forser zou afremmen dan in normale tijden en dus zeker dan in het ‘expansief saneringsverhaal’. Omgekeerd houdt een hogere positieve multiplicator ook in dat een discretionaire overheidsstimulus in crisistijden veel krachtiger kan zijn dan in normale tijden (zie ook

verderop). Er gingen dus steeds meer stemmen op voor een begrotingsexpansie. Het door de crisis heen gewijzigde discours van onder meer het IMF, dat nu meer ruimte laat voor nuance, sluit daar bij aan.

Op het niveau van het eurogebied is er echter nog geen sprake van een expansief begrotingsbeleid. De begrotingskoers is vanaf 2014 wel neutraler geworden (en verwacht wordt dat zulks het geval zal blijven) vanwege de sterke afname van de financiële spanningen en de in vele gevallen reeds geleverde aanzienlijke begrotingsinspanningen. Van eind 2010 tot 2015 blijft het monetair beleid in grote mate dan ook de enige actieve speler in het stimuleren van het herstel. In eerste instantie zorgde het Eurosysteem voor extra versoepeling doordat het zijn kortetermijnbeleidsrentes verder verlaagde en het balansmaatregelen ten uitvoer legde die erop gericht waren die stimulus op uniforme wijze aan de rest van de economie door te geven. Eind 2014 naderden de beleidsrentes echter hun ondergrens, wat impliceert dat het traditioneel monetair beleid stilaan zijn

(1) Zie, bijvoorbeeld, Alesina en Ardagna (2010) en Alesina *et al.* (2012).

(2) Verschillende mechanismen kunnen het stimulerend effect van een begrotingsconsolidatie verklaren. Zo zouden lagere overheidsuitgaven in de toekomst lagere belastingen impliceren, waardoor huishoudens hun permanent inkomen hoger schatten en ze dus meer zouden consumeren. Een financieel gezondere overheid boezemt ook meer vertrouwen in, wat de consumptie en de investeringen zou moeten stimuleren.

(3) Zie, bijvoorbeeld, Melyn *et al.* (2015).

(4) Voor theoretische studies, zie bijvoorbeeld Christiano *et al.* (2011), Woodford (2011) en Eggertsson en Krugman (2012). Voor empirisch onderzoek, zie bijvoorbeeld Blanchard en Leigh (2013) en Auerbach en Gorodnichenko (2012).

grenzen bereikte. Tegen de achtergrond van persistent zwakke inflatievooruitzichten en een gematigd groeimomentum zag de ECB zich echter genoodzaakt voor extra stimulans te zorgen. Dat zette haar ertoe aan niet-conventionele balansmaatregelen te nemen (zie grafiek 7)⁽¹⁾.

Zo introduceerde het Eurosysteem in 2014 gerichte langerlopende herfinancieringstransacties (targeted longer-term refinancing operations – TLTRO's). Die transacties voorzien de banken van goedkope langetermijnfinanciering, op voorwaarde evenwel dat de banken hun kredietverlening aan de private sector optrekken. Bovendien startte het Eurosysteem met het aankopen van activa: effecten op onderpand van activa, gedekte bankobligaties, overheidspapier en recentelijk nog obligaties van de niet-financiële private sector. Het monetair beleid tracht aldus, veeleer dan alleen maar de korte rente te sturen, het hele rentespectrum te drukken. Op het ogenblik dat die gunstiger financieringsvoorwaarden de huishoudens en de ondernemingen

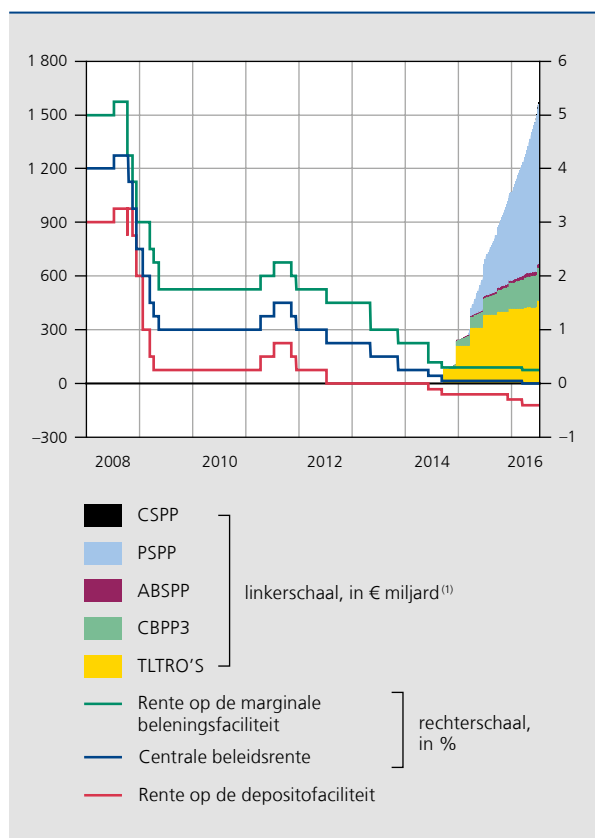
bereiken, zullen ze de consumptie en de investeringen aanmoedigen en zodoende ook de inflatie laten terugkeren naar 2%⁽²⁾.

Door het ten uitvoer leggen van die niet-conventionele maatregelen toont de centrale bank dus aan dat noch haar bereidheid, noch haar arsenaal aan instrumenten om de economische heropleving te stimuleren, uitgeput is. Aangezien die instrumenten nieuw zijn, en derhalve nog niet getest, valt het effect ervan weliswaar moeilijker in te schatten. Dit kan dan weer wegen op de onzekerheid van de economische subjecten, wat op zich nefast is voor de economische groei, zodat het niet uit te sluiten valt dat deze maatregelen minder doeltreffend zijn dan het traditioneel beleid. Bovendien kunnen deze balansmaatregelen neven-effecten sorteren en worden ze terecht 'niet-conventioneel' genoemd. Met een inflatie die reeds verscheidene jaren onder de doelstelling blijft (zie grafiek 2) en een outputkloof die al zeven jaar negatief is (zie grafiek 6), is extra vraagondersteuning vanuit andere beleidsdomeinen dan ook welkom. Zo beklemtoont de Raad van Bestuur van de ECB sinds eind 2013 in de inleidende verklaring die volgt op de monetairbeleidsvergadering niet alleen het belang van begrotingsconsolidatie, maar ook dat de samenstelling ervan groeivriendelijk moet zijn. In latere verklaringen heeft de Raad erop gewezen dat het begrotingsbeleid het economisch herstel mee moet ondersteunen, meer bepaald wanneer er budgettaire ruimte beschikbaar is.

Wat zegt de economische theorie over een grotere stabiliserende rol voor het begrotingsbeleid?

De vóór de crisis bestaande conventionele visie kende het discretionair begrotingsbeleid geen belangrijke rol toe in het kader van de macro-economische stabiliteit; daar is sedert de crisis verandering in gekomen. Vooral in extreme situaties kan een zekere mate van discretionair begrotingsbeleid ter ondersteuning van de geaggregeerde vraag voordelen bieden. Zoals hierboven reeds is aangegeven, kan een begrotingsstimulus in een diepe recessie immers een groter positief effect hebben op de economische bedrijvigheid. In studies wordt vooral beklemtoond dat de begrotingsmultiplator op korte termijn groter kan zijn wanneer, vergeleken met normale periodes, het monetair beleid op grenzen stuit. De recente bevindingen onderbouwen aldus de reeds tot Keynes teruggaande ideeën over het belang van een begrotingsexpansie wanneer de centrale bank haar beleid niet verder kan versoepelen.

GRAFIEK 7 MONETAIRBELEIDSSTIMULUS



Bronnen: ECB, Thomson Reuters Datastream.

(1) Het programma voor de aankoop van gedekte obligaties (CBPP3) ging van start in oktober 2014, het programma voor de aankoop van effecten op onderpand van activa (ABSPP) in november 2014, het programma voor de aankoop van overheidsactiva (PSPP) in maart 2015 en het programma voor de aankoop van niet-financiële bedrijfsobligaties (CSPP) in juni 2016. De eerste reeks TLTRO's ging van start in september 2014 en de tweede reeks in juni 2016. In de grafiek is de som van beide weergegeven.

(1) Voor meer duiding over die niet-conventionele balansmaatregelen, zie de bespreking van het monetair beleid in het eurogebied in het Verslag van de Nationale Bank (NBB) (2015) en NBB (2016).

(2) Voor meer informatie over het verschil in werking tussen het traditioneel monetairbeleidsinstrument, namelijk de beleidsrente, en de nieuwe balansmaatregelen, zie Cordemans et al. (2016).

Aan de hand van een door Erceg en Lindé (2014) ontwikkeld model – gestileerd (dus vereenvoudigd) en gekalibreerd (dus gebaseerd op gekozen parameters die niet geschat, maar wel plausibel zijn) –, wordt hier de verschillende impact van een overheidsstimulus aangetoond (het gaat in het bijzonder om een tijdelijke stijging van de overheidsuitgaven met 1% bbp). Er zij opgemerkt dat in dit model de houdbaarheid van de overheidsfinanciën een gegeven is: de economische subjecten verwachten dat de overheid na de begrotingsstimulus opnieuw aanknoopt met overheidssaldi die de houdbaarheid van de schuld op langere termijn waarborgen. Het model sluit dus aan bij de conventionele visie vermits het begrotingsbeleid ‘passief’ is. Er zij tevens opgemerkt dat de modelsimulaties in eerste instantie dienen om in de diverse scenario’s de kwalitatieve verschillen in de omvang van de begrotingsmultiplicator te verklaren en niet om uitspraak te doen over de precieze grootte ervan.

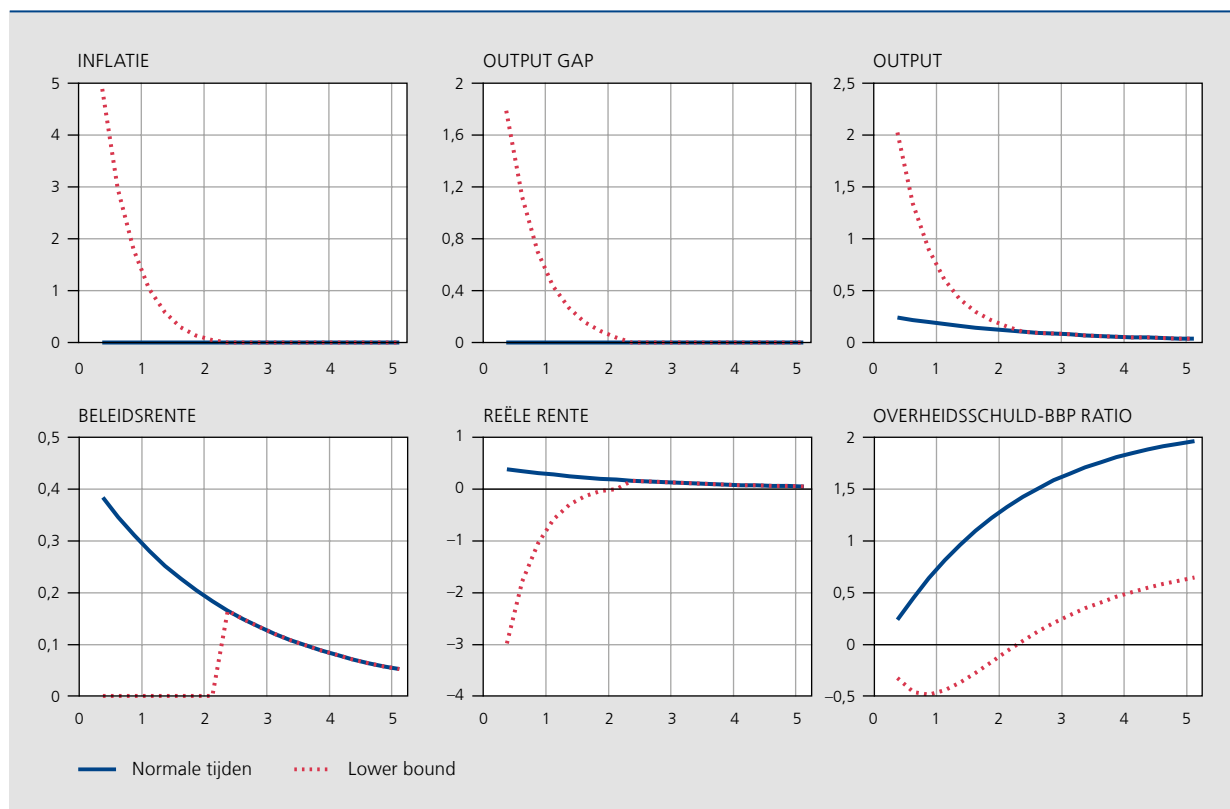
In normale tijden (zie de blauwe lijn in grafiek 8) bestrijdt de centrale bank het inflatoir effect van een begrotingsexpansie door de beleidsrente te verhogen. Zo stabiliseert ze de inflatie en de output gap. Aangezien eerstgenoemde onveranderd blijft, resulteert een hogere nominale rente in een hogere reële rente, wat de particuliere vraag afremt en

dus leidt tot een multiplicator die kleiner is dan 1. Specifiek verkrijgt men hier een impactmultiplicator van 0,2 (zie de illustratie rechts bovenaan). Een negatieve vraagschok die de economische bedrijvigheid en de inflatie onder een dermate negatieve druk plaatst dat de beleidsrente op haar ondergrens (‘lower bound’) stuit, wijzigt de impact van een begrotingsexpansie evenwel drastisch. In de simulatie belet de recessie de centrale bank twee jaar lang haar nominale rente te verhogen⁽¹⁾. Het inflatoir effect van de begrotingsstimulus drukt in dit scenario de reële rente, wat de particuliere consumptie en de investeringen stimuleert en dus resulteert in een begrotingsmultiplicator van meer dan 1 (hier bedraagt deze 2 bij impact, zie opnieuw de illustratie rechts bovenaan). Hoe langer de centrale bank gebonden blijft door de lower bound (dus hoe dieper de recessie) en hoe krachtiger de inflatierespons, des te hoger de multiplicator. Complexere modellen waarin onder meer rekening wordt gehouden met huishoudens en/of ondernemingen met liquiditeits- of kredietbeperkingen leveren nog hogere multiplicatoren op.

Een hogere multiplicator in slechte tijden betekent ook dat een begrotingsexpansie de overheidsschuldgraad niet

(1) De beschouwde begrotingsexpansie verandert in deze simulatie niets aan die duurtijd.

GRAFIEK 8 IMPACT OVER VIJF JAAR VAN EEN TIJDELIJKE STIJGING IN DE OVERHEIDSUITGAVEN



Bron: Erceg en Lindé (2014).

noodzakelijk doet stijgen, integendeel (zie de illustratie rechts onderaan). Vergeleken met normale tijden zou een even grote stimulus in slechte tijden immers hogere belastingontvangsten genereren, drukken de lagere rentelasten de overheidsuitgaven en reduceert het positieve effect op het bbp de schuld-bbp ratio. Hoewel niet beschouwd in dit model, kan een begrotingsexpansie ook ten goede komen aan de financiële stabiliteit, althans indien ze het vertrouwen in de houdbaarheid van de overheidsfinanciën niet in gevaar brengt. Is de begrotingsexpansie omvangrijk, dan kan ze de periode waarin de centrale bank zich door de lower bound beperkt weet, immers verkorten en, derhalve, de uitstap uit de lagerenteomgeving⁽¹⁾ vervroegen.

Het model van Erceg en Lindé (2014) is in feite een model dat de consensusvisie belichaamt: de centrale bank waakt op actieve wijze over de prijsstabiliteit (en aldus ook over de macro-economische stabiliteit in brede zin), terwijl het (discretionair) begrotingsbeleid op passieve wijze de schuldratio onder controle houdt. Recentelijk heeft de consensusvisie dan ook genuanceerd dat in uitzonderlijke situaties, zoals een lower bound omgeving, het begrotingsbeleid ook kan worden ingezet om de macro-economische stabiliteit mee te garanderen zonder daarbij de doelstelling van duurzame overheidsfinanciën uit het oog te verliezen. De monetaire-budgettaire theorie, waarin die rolverdeling in principe niet vaststaat, kende in een lower bound omgeving van meet af aan een zelfs dominante stabiliserende rol toe aan het begrotingsbeleid. Het mechanisme werkt evenwel anders: veeleer dan via discretionaire begrotingsstimuli waarvan wordt verwacht dat ze in de toekomst zullen worden teruggeschroefd, betreft het hier een meer radicale rol voor het begrotingsbeleid. Het zou een krachtige impuls moeten geven die er expliciet op gericht is de prijsstabiliteit te vrijwaren (zie Sims, 2016).

Volgens deze theorie is, in een lower bound scenario, de conventionele combinatie van een actief monetair beleid en een passief begrotingsbeleid immers niet realistisch. Het monetair beleid dreigt dan immers de facto passief te worden (de centrale bank kan haar beleidsrente niet verder verlagen, of nog, in een situatie van overvloedige liquiditeit heeft extra M geen effect meer op het prijspeil in vergelijking 1, zie grafiek 3) en het is niet langer in staat de prijsstabiliteit te vrijwaren⁽²⁾. Wordt de budgettaire overheid eveneens als passief gepercipieerd, dan kan de economie zich op een onstabiel pad begeven omdat een dergelijke passieve beleidscombinatie een deflatoire spiraal (die verschillende oorzaken kan hebben) moeilijk een halt kan toeroepen. Het passieve karakter van de budgettaire overheid impliceert namelijk dat een stijgende reële schuld (het prijspeil daalt immers) gepaard dient te gaan

met oplopende primaire overschotten (vergelijking 2 blijft aldus een gelijkheid, zie grafiek 3). Sims (1999) stelt dat, in een dergelijke deflatoire depressie – waarin ongetwijfeld ook de overheidsschuldratio's sterk zijn gestegen –, een strikte interpretatie van de oorspronkelijke SGP-regels een dergelijk passief begrotingsbeleid precies zou opleggen. Prijsstabiliteit in het monetaire-budgettaire raamwerk vereist daarentegen net een geloofwaardige switch naar een actief begrotingsbeleid op het ogenblik dat het monetair beleid niet langer voldoende actief kan werken: de overheid moet de primaire overschotten afbouwen zonder dat daar in de toekomst een volledige consolidatie tegenoverstaat. Indien zulks door de private sector als geloofwaardig wordt gepercipieerd, brengt dat de deflatoire tendens tot stilstand en helpt het hogere prijspeil de reële schuld te stabiliseren.

In een lower bound omgeving is dus blijkbaar wel degelijk een rol weggelegd voor discretionaire begrotingsstimulus. Toch is een zekere mate van nuancering en voorzichtigheid geboden.

Enkele nuanceringen

Om te beginnen, heeft de crisis de discussie over de (in normale tijden veeleer kleine) omvang en, in mindere mate, het (veelal positieve) teken van de begrotingsmultiplicator op korte termijn niet beslecht. Tal van factoren spelen daarbij een rol – met name de monetairbeleidskoers, maar bijvoorbeeld ook de positie in de economische cyclus, de samenstelling en de duur van de begrotingsmaatregelen en de initiële schuldpositie⁽³⁾. Voor landen met een hoge schuldgraad kan de multiplicator aldus lager en mogelijk zelfs negatief uitvallen. De overheden van de meeste eurolanden blijven dus met de moeilijke evenwichtsoefening geconfronteerd tussen, enerzijds, het vrijwaren van de solvabiliteit en, anderzijds, het garanderen van de macro-economische stabiliteit. Zeker in geval van beperkte budgettaire ruimte komt het er dan vooral op aan intelligente maatregelen te nemen. Zo zou een groeivriendelijke maar begrotingsneutrale verandering in het overheidsbudget aan de uitgavenzijde kunnen bestaan in een verschuiving van de niet-productieve uitgaven naar de overheidsinvesteringen. De multiplicator van deze laatste is doorgaans groot en kan bovendien nog stijgen in een omgeving die wordt gekenmerkt door een lage rente en een onderbezetting van de productiecapaciteit.

(1) Voor een overzicht van de risico's die de lagerenteomgeving voor de financiële stabiliteit impliceert, zie bijvoorbeeld Boeckx *et al.* (2015).

(2) Er zij opgemerkt dat in de monetaire-budgettaire theorie geen rekening wordt gehouden met de niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen die de centrale bank in staat stellen de lange rente te blijven sturen en dus extra stimulus te verschaffen aan de economie.

(3) Voor een overzicht van de impact van de diverse begrotingsinstrumenten, zie bijvoorbeeld Nautet *et al.* (2014) en Checherita-Westphal *et al.* (2015).

Voorts beklemtoont de monetaire-budgettaire theorie dat het louter nemen van expansieve begrotingsmaatregelen op zich niet noodzakelijk stimulerend is. De verwachtingen (en bijgevolg ook de communicatie vanwege de overheid) ten aanzien van het toekomstig pad van de primaire overheidssaldi zijn even cruciaal opdat een budgettaire interventie het gewenste effect zou sorteren. Indien de beleidsmakers wensen dat een schuldtoename het prijspeil doet toenemen, moeten ze op geloofwaardige wijze communiceren dat tegenover die begrotingsexpansie geen toekomstige consolidatie staat en dat het monetair beleid de daaruit volgende versnelling van de inflatie in de richting van haar doelstelling (die op haar beurt de schuldratio helpt te stabiliseren) zal tolereren.

Een voorbeeld uit de wereld van de aandelenmarkten illustreert hoe cruciaal communicatie is in het bepalen van het resultaat van een actie (zie Cochrane, 2011 en 2014). Wil een bedrijf de koers van zijn aandelen drukken om de verhandelbaarheid ervan te vergroten, dan kondigt het een aandelensplitsing aan. Zo stijgt het aantal aandelen zonder dat zulks de verwachte of door het bedrijf vooropgestelde inkomstenstroom verandert. Het bedrijf is daar in zijn communicatie met de marktdeelnemers zeer transparant over en de prijs per aandeel zal op perfect voorspelbare wijze dalen. Vertaald naar het begrotingsbeleid en vergelijking 2 (zie grafiek 3), blijft het rechterlid onveranderd (er is geen toekomstige begrotingsconsolidatie aangekondigd), zodat een nominale schuldtoename het prijspeil doet stijgen en de reële waarde van de overheidsschuld, net als bij een aandelensplitsing, ongewijzigd blijft. Wil een bedrijf echter via de uitgifte van nieuwe aandelen reële middelen binnenhalen, dan tracht het te voorkomen dat de prijs van zijn aandelen zou dalen; een dergelijke daling zou immers een verwatering betekenen voor de bestaande aandeelhouders. Daartoe tracht het een aandelenuitgifte te plaatsen ter waarde van de opbrengsten die dat nieuwe kapitaal naar verwachting zal genereren. Ook daar probeert het de beleggers via een passende communicatie van te overtuigen. In termen van vergelijking 2 en het begrotingsbeleid, stijgt het rechterlid proportioneel met de toename van de overheidsschuld. Het prijspeil verandert dan ook niet. Simplistisch gesteld, schrijft de monetaire-budgettaire theorie voor dat wanneer de centrale bank niet langer ten volle een actief monetair beleid kan voeren en de prijsstabiliteit in het gedrang komt, de overheid veeleer tot een 'overheids-schuldensplitsing' dan tot een 'overheidsschuldenuitgifte' moet besluiten.

Ten slotte waarschuwt de monetaire-budgettaire theorie voor de gevaren verbonden aan een bovenmatige begrotingsinflatie. Een dergelijke inflatie kan plots ontstaan louter op basis van een neerwaartse herziening van de

verwachtingen ten aanzien van de primaire overschotten en dus zonder dat er reeds additionele overheidstekorten tot stand zijn gekomen. Hoewel in de huidige context extra inflatie welkom is, leert de negatieve ervaring met schuldmonetisering dat 'te veel' nefast is. Cochrane (2014) stelt dan ook dat een duidelijke communicatie vanwege de overheid (idealiter in samenspraak met de centrale bank) over het pad van de budgettaire saldi uitermate belangrijk is om de marktverwachtingen adequaat te sturen, zodat het begrotingsbeleid de gewenste invloed uitoefent op de economische bedrijvigheid en de inflatie. Dit zou echter een grondige aanpassing van het institutioneel kader vereisen. In het eurogebied is een dergelijke coördinatie bovendien absoluut niet voor de hand liggend omdat het monetair beleid, dat wordt bepaald op niveau van het eurogebied, zich geconfronteerd ziet met negentien nationale budgettaire autoriteiten en niet met één federale budgettaire overheid. In de volgende paragraaf wordt nagegaan hoe het institutioneel kader van het eurogebied de huidige beleidsmix beïnvloedt en welke pistes voor verandering worden overwogen.

2.3 Het Europees institutioneel kader en een optimale beleidsmix

De monetaire-budgettaire theorie schrijft voor dat prijsstabiliteit (en bijgevolg dus ook de macro-economische stabiliteit) steeds een – op z'n minst impliciete – coördinatie vraagt tussen de monetaire en de budgettaire autoriteit. Het Europees institutioneel kader heeft dit inzicht niet naast zich neergelegd maar het past het evenmin optimaal toe. Dat kader was immers louter gecreëerd met het oog op het afwenden van een té hoge inflatie; het was met andere woorden evenmin als de conventionele visie voorbereid op een scenario van te lage inflatie en een lower bound. Hieronder wordt nagegaan op welke manier enkele kenmerken van het budgettaire governancekader interageren met het monetair beleid: de overheersende aandacht voor het veiligstellen van duurzame begrotingsposities veeleer dan macro-economische stabiliteit (althans in theorie), een perceptie van asymmetrie en de nog steeds louter nationale focus zodat een gepaste begrotingskoers ('fiscal stance') voor het eurogebied moeilijk te implementeren valt.

Focus op duurzame overheidsfinanciën

Wanneer de centrale bank voor een te hoge inflatie vreest, moeten disciplinerende begrotingsregels een gepast gedrag van de nationale overheden waarborgen. Zoals reeds uiteengezet, wijst de monetaire-budgettaire theorie er echter op dat die regels niet noodzakelijk tot

een gewenste reactie leiden wanneer te lage inflatie een bekommernis wordt en het monetair beleid zijn grenzen nadert. Het is dan ook bemoedigend dat het SGP een rol weggelegd ziet voor het begrotingsbeleid in het ondersteunen van de economie, zij het onder de strikte voorwaarde dat dit de overheidsfinanciën niet in gevaar brengt.

Eenzijds krijgen landen die over budgettaire ruimte beschikken, geen stimulusbeperkingen opgelegd en, anderzijds, bieden de regels voor landen met weinig of geen budgettaire ruimte ook een zekere mate van flexibiliteit. Zo is de referentiewaarde voor het overheidstekort van toepassing op het financieringssaldo en niet op het primair saldo. In een lagerenteomgeving waarin de overheden hun rentelasten zien dalen, betekent dit dus ook dat overheden meer stimulusmarge hebben vooraleer ze de referentiewaarde overschrijden. Dat is een voorschrift in overeenstemming met de monetair-budgettaire theorie die inderdaad suggereert de door de lagere rentelasten vrijgekomen ruimte te spenderen aan geringere primaire overschotten. Daarnaast introduceerde de SGP-hervorming van 2005 het concept van een middellangetermijndoelstelling (MTO). Aanpassingen in het saldo in de richting van die doelstelling worden gevraagd in structurele termen – met uitzondering dus van cyclische effecten en eenmalige factoren. Zo wordt de voortgang naar een duurzame overheidsschuldgraad verzekerd en wordt terzelfder tijd enige vraagondersteuning mogelijk aangezien de automatische stabilisatoren vrij kunnen spelen en er dus in slechte tijden minder inspanningen zijn vereist. Vermits ook het structurele saldo de rentelasten omvat, wordt ook in dit geval getolereerd dat lagere rentelasten leiden tot minder ambitieuze doelstellingen inzake het primair saldo. Meer recentelijk heeft de hervorming van 2011 voorzien in een algemenere ontsnappingsclausule uit de budgettaire aanpassingsvereisten. Landen kunnen die clausule invoeren wanneer hun economie wordt getroffen door een ongewone gebeurtenis waar ze geen vat op hebben. Voorts werd, voor landen die onder het preventieve luik van het SGP vallen, de toepassing van de begrotingsregels in 2015 versoepeld. Afhankelijk van de positie in de economische cyclus geeft een matrix op die manier aan dat er in slechte tijden minder inspanningen moeten worden geleverd zonder dat de regels worden overtreden. Onder het corrigerende luik van het SGP kunnen landen dan weer verzoeken om uitstel van de deadline waartegen ze hun buitensporig begrotingstekort moeten wegwerken.

De sedert de crisis verruimde mogelijkheid om rekening te houden met stabiliteitsoverwegingen vergroot echter ook het risico dat lidstaten zonder budgettaire ruimte toch toestemming krijgen om meer uit te geven, terwijl

landen mét budgettaire ruimte de geaggregeerde vraag niet ondersteunen. De vraag rijst dus of het door het SGP beoogde evenwicht tussen schuldduurzaamheid op lange termijn en stabilisatie op korte termijn, in de praktijk (verder) is uitgehold, maar ook of landen met budgettaire ruimte moeten worden aangezet die ruimte te gebruiken zodat de begrotingskoers van het eurogebied als geheel expansiever wordt. Het volgende gaat dieper in op het laatste.

Asymmetrie en nationale focus

Ofschoon het SGP sedert de crisis is hervormd, blijft het gekenmerkt door een zekere asymmetrie – hoewel er voor landen die de doelstellingen overtreffen geen beperkingen worden opgelegd om te stimuleren, zijn er evenmin aanmaningen daartoe – en een strikt nationale focus – waardoor het begrotingsbeleid voor de muntunie in haar geheel louter de optelsom is van de individuele lidstaten en het dus niet direct gestuurd wordt. Als gevolg daarvan blijven bepaalde positieve spillovers tussen landen en beleidsdomeinen uit. De ECB (2016) wijst er ook op dat deze twee kenmerken van het SGP niet noodzakelijk optimale resultaten opleveren.

Beschouwen we bijvoorbeeld de saneringen die vrijwel ieder euroland vanaf eind 2010 ten uitvoer heeft gelegd (zie grafiek 9). Mogelijk gerechtvaardigd vanuit nationaal perspectief, vertraagde de gelijktijdige implementatie van de besparingsmaatregelen het economisch herstel⁽¹⁾. Met een begrotingsbeleid dat harder op de rem duwde, was het dan aan de ECB om die schokken op te vangen zodat de heropleving zich zou kunnen voortzetten.

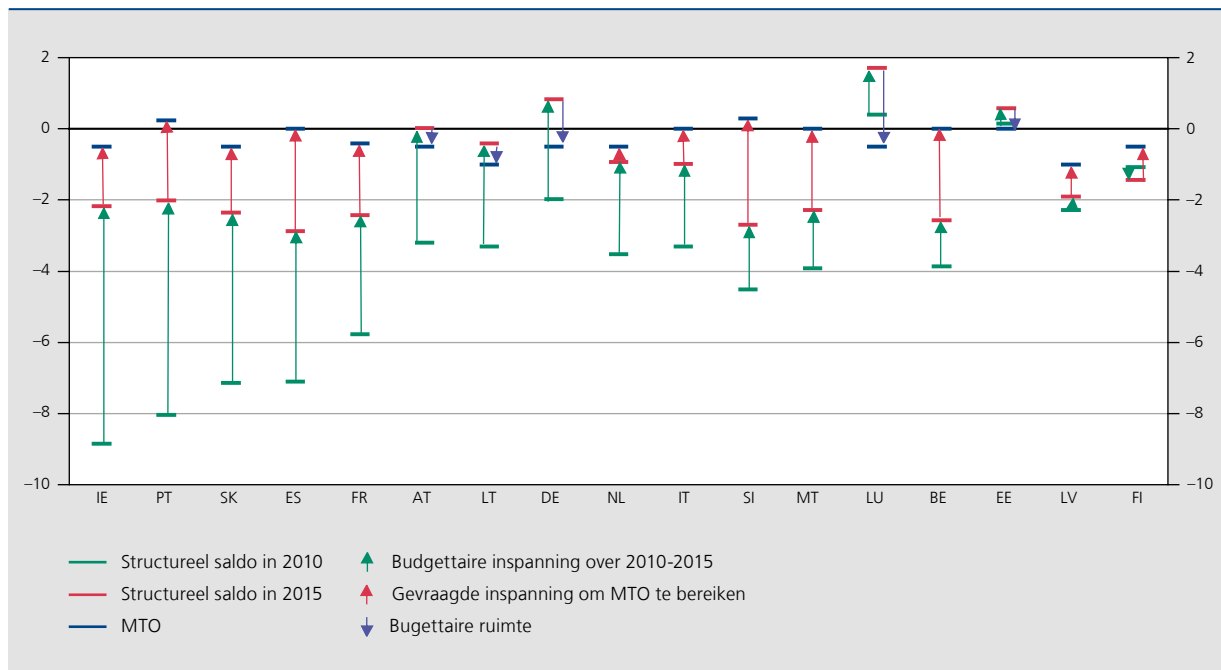
De sinds 2014 meer neutrale begrotingskoers voor het eurogebied lijkt dan weer gepast, maar de samenstelling ervan is daarom niet optimaal (zoals herhaaldelijk werd aangegeven door de Eurogroup)⁽²⁾. Landen met enige budgettaire ruimte wenden deze niet aan en zijn daar ook niet toe verplicht (concept van asymmetrie), terwijl landen zonder budgettaire ruimte de SGP-regels niet steeds naleven. Een betere coördinatie tussen landen lijkt dan ook wenselijk aangezien een begrotingsstimulus in de eerste groep het wegwerken van macro-economische en budgettaire onevenwichten in de overige lidstaten zou vergemakkelijken en de voorwaarden zou creëren om opnieuw met prijsstabiliteit aan te knopen.

(1) Een studie van In't veld (2013) wijst aldus op de grote negatieve spillovers die de gelijktijdige tenuitvoerlegging van de consolideringsprogramma's in de eurolanden heeft meegebracht.

(2) Zie bijvoorbeeld, de verklaring van de Eurogroup betreffende de Draft Budgetary Plans voor 2016 op 23 november 2015

GRAFIEK 9 ASYMMETRISCHE BEGROTINGSREGELS

Structurele saldi en MTO's⁽¹⁾ (in % potentieel bbb)



Bron: EC.

(1) De landen zijn gerangschikt volgens de omvang van de over de periode 2010-2015 opgetekende budgettaire verbetering. Griekenland en Cyprus werden niet opgenomen aangezien het eerstgenoemde land nog onderworpen is aan een aanpassingsprogramma en het laatstgenoemde een dergelijk programma nog maar recentelijk beëindigd heeft. MTO's zijn de nieuwe MTO's zoals vastgelegd in de beoordeling van de Stabiliteitsprogramma's van 2016 en goedgekeurd door de EC.

Zo tonen Blanchard *et al.* (2016) aan dat, in een lower bound context, een toename van de overheidsuitgaven in de eurolanden die over meer budgettaire ruimte beschikken, een positief effect heeft op hun output en inflatie als ook op die van de landen die zwaarder door de crisis werden getroffen. Concreet zou een stimulus in de kernlanden ten belope van 1% bbb van de muntunie, de output in de kernlanden met bijna 3% doen toenemen en met iets meer dan 1% in de meer kwetsbare landen. Vanwege de lower bound doet de begrotingsstimulus de reële rente in de beide regio's immers dalen. De economische bedrijvigheid in de kwetsbare landen wordt bovendien ondersteund door een hogere netto-uitvoer als gevolg van de ruilvoetverslechtering en de levendiger binnenlandse vraag in de sterkere landen. Arce *et al.* (2015) vinden eveneens dat in een lower bound omgeving een tijdelijke stijging van de overheidsuitgaven in de sterkere lidstaten aanzienlijke positieve spillovers heeft op de kwetsbare landen. Vult het monetair beleid die begrotingsstimulus bovendien aan met een beleid van forward guidance – de centrale bank kondigt met andere woorden aan haar beleidsrente op een ietwat later tijdstip op te trekken dan wat de standaardbeleidsregels voorschrijven –, dan wordt het reeds positieve effect van de nationale maatregelen nog versterkt.

Ook al blijven de hierboven beschreven spillovereffecten – met name via de handelsrelaties – beperkt, dan nog geeft een begrotingsstimulus op geaggregeerd niveau een positief signaal af. De budgettaire expansie geeft immers aan dat het eurogebied in staat en bereid is alle beleidsdomeinen in te schakelen om de macro-economische stabiliteit te vrijwaren.

De begrotingskoers van de muntunie in haar geheel en de samenstelling ervan, evenals de wisselwerking met andere beleidsdomeinen, vereisen dus meer aandacht. De oprichting van een Europese Budgettaire Raad zoals uiteengezet in het Five Presidents' Report (EC, 2015), is een eerste stap in die richting. Initieel krijgt de Raad een rol toegekend in het adviseren van de Europese Commissie over de gepastheid van de begrotingskoers in de lidstaten alsook in de muntunie. Zodoende zou het geaggregeerd begrotingsbeleid ook beter kunnen aansluiten bij het monetair beleid dat de ECB voor het eurogebied uitstippelt en tevens de budgettaire inspanningen tussen de landen beter kunnen verdelen. Het Five Presidents' Report ambieert echter meer: op langere termijn worden de creatie van een schatkist voor het eurogebied en een centrale macro-economische stabilisatiefunctie voorgesteld. De creatie

van dergelijke centrale budgettaire beleidsinstrumenten zou er aldus moeten voor zorgen dat idiosyncratische schokken beter worden opgevangen en dat de geaggregeerde begrotingskoers gepast wordt gestuurd. Dat moet ertoe bijdragen om, in het licht van een integrale analyse van het monetair en het begrotingsbeleid, een efficiëntere macro-economische beleidsmix tot stand te brengen.

Conclusie

De crisis heeft de talrijke wisselwerkingen tussen het monetair en het begrotingsbeleid duidelijk aangetoond. Nadat het Eurosysteem in 2012, als reactie op de overheidsschuldencrisis, reeds had aangekondigd bereid te zijn gericht op de overheidsobligatiemarkten te intervenieren teneinde de onomkeerbaarheid van de euro te vrijwaren, heeft het, als reactie op de ondermaatse inflatie, een grootschalig programma opgezet voor de aankopen van overheidspapier. De rol die aan het begrotingsbeleid wordt toegekend om de overcapaciteit in de economie weg te werken en aldus ook de terugkeer van de inflatie naar 2% te bewerkstelligen, is een ander voorbeeld van de interactie tussen de beide, in principe onafhankelijke, beleidsdomeinen. Terwijl na de overheidsschuldencrisis vooral gefocust werd op het terugdringen van de begrotingstekorten, rijst vandaag immers ook de vraag hoe een gepaste begrotingskoers voor de muntunie in haar geheel kan bijdragen aan een sneller herstel en aan een inflatie die opnieuw in overeenstemming is met de doelstelling van de centrale bank.

Door enkele inzichten uit de academische literatuur en de ervaring tijdens de crisisjaren in het eurogebied te combineren, beoogt dit artikel een – zij het niet exhaustief – overzicht te geven van hoe het monetair en het begrotingsbeleid samen het verloop van de belangrijke macro-economische grootheden bepalen.

Volgens de conventionele visie dient de prijsstabiliteit te worden gevrijwaard door het monetair beleid dat daartoe over alle instrumenten beschikt. Het begrotingsbeleid

draagt daaraan bij door de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te garanderen. Beide beleidsdomeinen mikken echter enkel op hun eigen doelstelling: ze kunnen of mogen elkaar niet te hulp komen. Deze visie werd ook vertaald in het oorspronkelijk Europees institutioneel kader waarin een onafhankelijke centrale bank, een sluitend verbod op monetaire financiering en strikte begrotingsregels gericht op het vermijden van ontsporende overheidsfinanciën sleutelementen zijn.

In de literatuur rond de zogenoemde 'fiscal theory of the price level' (die we in dit artikel aanduiden met de meer omvattende term 'monetaire-budgettaire theorie') is deze conventionele visie echter slechts één van de mogelijke beleidsconstellaties. Deze theorie laat immers ruimte voor een brede waaier van gedragingen voor zowel het begrotings- als het monetair beleid. Daarom pleit ze voor een gezamenlijke analyse van de twee beleidsdomeinen. Aangezien een dergelijke integrale analyse in de conventionele visie en ook in de institutionele architectuur van de muntunie grotendeels ontbrak, stelde de crisis, tijdens welke de centrale bank over minder manoeuvreerruimte beschikte om de rente verder te verlagen en de overheden hun liquiditeitsproblemen zagen omslaan in solvabiliteitsproblemen, de beide beleidsdomeinen dan ook op de proef. Het monetair en het begrotingsbeleid bleken onafhankelijk maar ook meer verbonden; een holistischer benadering leidde tot nieuwe inzichten.

Hoewel dankzij diverse beleidsinitiatieven vooruitgang is geboekt – de OMT's werden bijvoorbeeld goedgekeurd en de nieuw opgerichte Europese Budgettaire Raad moet helpen om voor de individuele landen, maar ook voor de muntunie een gepaste begrotingskoers uit te stippelen zodat het begrotingsbeleid beter bij het monetair beleid kan aansluiten –, zou de Economische en Monetaire Unie baat hebben bij verdere stappen in de richting van een begrotingsunie, zoals uiteengezet in het Five Presidents' Report. Een integrale analyse van het monetair en het begrotingsbeleid kan helpen om de daarin opgelijste voorstellen op efficiënte wijze om te zetten in concrete maatregelen.

Bibliografie

Alesina A. en S. Ardagna (2010), 'Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending', in *Tax Policy and the Economy*, NBER, 24, 35-68.

Alesina A., C. Favero en F. Giavazzi (2012), *The output effect of fiscal consolidations*, NBER Working Paper 18336.

Arce O., S. Hurtado en C. Thomas (2015), *Policy spillovers and synergies in a monetary union*, Banco de España, Working Paper 1540.

Aucremanne L., J. Boeckx en O. Vergote (2007), 'Rentebeleid versus geldbasisbeleid: gevolgen voor de centrale-bank-balans', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 19-28.

Auerbach A. en Y. Gorodnichenko (2012), 'Measuring the output responses to fiscal policy', *American Economic Journal – Economic Policy*, 4, 1-27.

Baldwin R. en F. Giavazzi (2015). *The Eurozone crisis: A consensus view of the causes and a few possible solutions*, VoxEU eBook.

Bernanke B. S. (2004), *The great moderation*, Speech at the meeting of the Eastern Economic Association, Washington DC, 20 February.

Blanchard O. en J. Galí (2007), 'Real wage rigidities and the New Keynesian Model', *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 35-65.

Blanchard O., G. Dell'Ariccia en P. Mauro (2010), 'Rethinking macroeconomic policy', *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 199-215.

Blanchard O. en D. Leigh (2013), 'Growth forecast errors and fiscal multipliers', American Economic Association, *American Economic Review*, 103(3), 117-120.

Blanchard O., C. J. Erceg en J. Lindé (2016), '*Jump starting the euro area recovery: would a rise in core fiscal spending help the periphery?*', NBER Macroeconomics Annual 2016, 31.

Boeckx J., P. Ilbas, M. Kasongo Kashama, M. de Sola Perea en Ch. Van Nieuwenhuyze (2015), 'Wisselwerking tussen het monetair en macroprudentieel beleid', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 7-29.

Checherita-Westphal C., P. Hernández de Cos en T. Warmedinger (2015), *Fiscal multipliers and beyond*, ECB, Occasional Paper Series 162.

Christiano L. J., M. Eichenbaum en C. Evans (2011), 'When is the government spending multiplier large?', *Journal of Political Economy*, 119(1), 78-121.

Cochrane J. H. (2011), 'Understanding policy in the Great Recession: Some unpleasant fiscal arithmetic', *European Economic Review*, 55, 2-30.

Cochrane J. H. (2014), 'Monetary policy with interest on reserves', *Journal of Economic Dynamics and Control*, 49(C), 74-108.

Cordemans N., M. Deroose, M. Kasongo Kashama en A. Stevens (2016), 'Het abc van de kwantitatieve versoepeling, of een inleiding over de aankopen van activa door centrale banken', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 31-45.

Draghi M. (2014), *Unemployment in the EA*, Speech at the annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August.

- EC (2015), *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Report by J.-C. Juncker.
- ECB (2016), 'The euro area fiscal stance', *Economic Bulletin*, 4, 68-87.
- Eggertsson G.B. en P. Krugman (2012), 'Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach', *The Quarterly Journal of Economics*, 127(3), 1469-1513.
- Erceg C. J. en J. Lindé (2014), 'Is there a fiscal free lunch in a liquidity trap?', *Journal of the European Economic Association*, 12(1), 73-107.
- in 't Veld J. (2013), *Fiscal consolidations and spillovers in the euro area periphery and core*, EC, Economic Papers 506.
- Leeper E. M. (1991), 'Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies', *Journal of Monetary Economics*, 27, 129-147.
- Leeper E. M. (2016a), *Real theory of the price level*, https://bfi.uchicago.edu/sites/default/files/file_uploads/Leeper_Background_3%20copy.pdf.
- Leeper E. M. (2016b), *Rethinking the central bank's mandate (and other things)*, Presentation at the Riksbank's conference on Rethinking the central bank's mandate, Stockholm, 3-4 June.
- Loyo E. (1999), *Tight money paradox on the loose: A fiscalist hyperinflation*, Harvard University.
- Melyn W., L. Van Meensel en S. Van Parys (2015), 'Europees governancekader inzake overheidsfinanciën: toelichting en evaluatie', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 81-108.
- Mersch Y. (2016), *Monetary policy in the euro area: Scope, principles and limits*, Keynote speech at the Natixis Meeting of Chief Economists, Paris, 23 June.
- Nautet M, R. Schoonackers, P. Stinglhamber en L. Van Meensel (2014), 'Zijn de overheidsuitgaven de sleutel tot een succesvolle sanering?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 31-47.
- NBB (2015), *Verslag 2014*.
- NBB (2016), *Verslag 2015*.
- Praet P. (2015), *Public sector security purchases and monetary dominance in a monetary union without a fiscal union*, Speech at the Conference: The ECB and Its Watchers XVI, Frankfurt am Main, 11 March.
- Sargent T.J. en N. Wallace (1981), 'Some unpleasant monetarist arithmetic', Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Quarterly Review*, Fall.
- Sims C.A. (1999), 'The precarious fiscal foundations of EMU', DNB, *De Economist*, 147(4), 415-436.
- Sims C.A. (2012), 'Gaps in the institutional structure of the euro area', Banque de France, *Financial Stability Review*, 16, 217-222.
- Sims C.A. (2016), *Fiscal policy, monetary policy and central bank independence*, Speech at the annual central bank symposium in Jackson Hole, 26 August.
- Taylor J.B. (1999), *A historical analysis of monetary policy rules*, NBER Working Paper 6768.
- Woodford M. (2011), 'Simple analytics of the government spending multiplier', *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(1), 1-35.