



MINERVA
progressieve
denktank

(Nog steeds) meer vloek dan zegen?

**Een kritische evaluatie van de
'nieuwe' Europese begrotingsregels**

Hielke Van Doorslaer
december 2023

Minerva Paper 2023/08

(Nog steeds) meer vloek dan zegen? Een kritische evaluatie van de 'nieuwe' Europese begrotingsregels

Hielke Van Doorslaer

Tijdens de Covid-pandemie en de oorlog in Oekraïne werden de Europese begrotingsregels tijdelijk bevroren. Ondertussen ligt een voorstel van de Commissie klaar voor nieuwe regels in 2024. Daarin maakt de 'one size-fits-all'-benadering van de oude regels plaats voor een meer landenspecifieke schuldbenadering. Toch blijven ze nog steeds meer vloek dan zegen. De theoretische basis achter de regels is eerder dun en vertoont belangrijke blinde vlekken. De regels zijn in strijd met de Europese klimaatambities omdat ze groene investeringen dreigen te verhinderen. Bovendien dreigen ze zowel intern (tussen de lidstaten onderling) als extern (tussen de Eurozone en haar externe handelspartners) de economische verschillen uit te vergroten. Meer fundamenteel riskeren de regels middel en doel om te keren: het begrotingsbeleid, en ruimer het hele macro-economische kader, zou een instrument moeten zijn om bepaalde vooropgestelde maatschappelijke doelstellingen te behalen. Het nastreven van een lage schuldgraad hoort geen leidend principe op zich te zijn. Met de invoering van de begrotingsregels in huidige vorm stijgt het risico dat Europa de eigen economische bedrijvigheid en economische groei fnuikt, de eigen vooropgestelde klimaatdoelstellingen niet haalt, en een groot deel van haar industriële basis verliest aan geopolitieke concurrenten die zichzelf minder strikte regels opleggen. Een meer rationele, realistische en efficiënte omgang met staatsschulden is echter mogelijk.

Hielke Van Doorslaer is wetenschappelijk medewerker bij Denktank Minerva.

Hielke Van Doorslaer (2023), 'Nog steeds meer vloek dan zegen? Een kritische evaluatie van de nieuwe Europese begrotingsregels.' *Minerva Paper* 2023/08. Brussel: Denktank Minerva.

(Nog steeds) meer vloek dan zegen?

Een kritische evaluatie van de ‘nieuwe’ Europese begrotingsregels

“Se vogliamo che tutto rimanga comè bisogna che tutto cambi.”
Willen we dat alles blijft zoals het is, dan moet alles veranderen.

— Giuseppe Tomasi di Lampedusa, *Il Gattopardo*.

“We are immeasurably richer than our predecessors. Is it not evident that some sophistry, some fallacy, governs our collective action if we are forced to be so much meaner than they in the embellishments of life?”
We zijn onmetelijk veel rijker dan onze voorouders. Is het niet overduidelijk dat één of andere drogreden, één of andere misvatting ons collectieve handelen beheerst als we gedwongen worden om zoveel poverder te zijn dan zij in de verfraaiingen van het leven?

— John Maynard Keynes, *Collected Works XXVII*

Inleiding

We leven momenteel in een wereld van overlappende crisissen: de naweeën van een wereldwijde pandemie, de oorlog in Oekraïne, een energie-schok, plakkerige inflatie, toenemende geopolitieke rivaliteit, de klimaatverandering en de daarmee gepaard gaande toename in extreme weersomstandigheden. Dit is het tijdperk van de *polycrisis*, waarin verschillende deelcrisissen samenvallen, op elkaar inwerken en het geheel de som der delen overstijgt.¹ Die opeenstapeling aan crisissen confronteert Europese beleidsmakers met een aantal belangrijke macro-economische dilemma's.

In eerste instantie schakelden de meeste Europese lidstaten in de nasleep van de Covid- en energiecrisis over op een sterk stimulerend begrotingsbeleid om banen en bedrijven overeind te houden en te voorkomen dat de economie helemaal stilviel. Als gevolg van die groot-schalige budgettaire interventies is de totale staatschuld in verschillende lidstaten sterk toegenomen. Dit werd expliciet mogelijk gemaakt door de Europese begrotingsregels tijdelijk te bevriezen. Vervolgens hebben centrale banken wereldwijd op de stijging in inflatie gereageerd met een historisch scherpe verhoging van de rentes. Op die manier dreigt de inflatiecrisis de (her)financiering van de aangegane schulden op langere termijn ernstig te bemoeilijken, omdat de rentelast zwaarder dreigt door te wegen. Ten slotte vraagt de omslag naar een koolstofneutrale economie een gigantische toename in private en publieke investeringen. Niet alleen de omvang maar ook de snelheid is hierbij van belang: een onmiddellijke opschaling van groene investeringen is noodzakelijk om de globale koolstofuitstoot

te beperken en de klimaatdoelstellingen vastgelegd in het Verdrag van Parijs te behalen.² Europa lijkt zo geconfronteerd te worden met de tegenstrijdige eis om de klimaatinvesteringen snel en dramatisch op te schalen terwijl publieke schuldratio's tegelijkertijd fors afgebouwd moeten worden.

Dat die schulden in versneld tempo afgebouwd zullen moeten worden heeft alles te maken met de geplande herinvoering van de Europese begrotingsregels in 2024. Tijdens de Covid-pandemie werden die tot eind 2023 tijdelijk bevroren door de zgn. ‘algemene ontsnapingsclausule’ binnen het Stabiliteits- en Groeipact in te roepen, maar ondertussen ligt een voorstel van de Commissie op tafel voor ‘nieuwe’ regels. In dat nieuwe voorstel worden enerzijds enkele belangrijke aanpassingen aan de begrotingsregels naar voor geschoven, maar anderzijds blijven de ‘symbolische’ cijfers van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) wel grotendeels behouden: de staatsschuld van elke lidstaat moet nog steeds onder de zestig procent van het bbp gebracht worden en het begrotingstekort mag niet hoger oplopen dan drie procent van het bbp. De herinvoering van de regels zou dan ook belangrijke gevolgen hebben voor de lidstaten: 14 landen met een begrotingstekort van meer dan drie procent van het bbp — samen goed voor zo'n zeventig procent van het totale bbp van de EU — zullen verplicht worden hun begrotingstekorten elk jaar met minstens 0,5 procent van het bbp terug te dringen. Voor vier landen (Frankrijk, Italië, Spanje en België) zou zelfs een inspanning van 0,7 procent van het bbp gelden.³ Concreet betekent dit dat de 14 landen in kwestie hun uitgaven in 2024 alleen al met minstens 45 miljard euro moeten terugdringen.⁴

De eenzijdige focus op kwantitatieve begrotingsdoelstellingen dreigt de grote maatschappelijke uitdagingen ondergeschikt te maken aan de vooropgestelde schuldreductie.

De ‘nieuwe’ Europese begrotingsregels dreigen daarbij de kar voor het paard te spannen. De eenzijdige focus op kwantitatieve begrotingsdoelstellingen dreigt andere maatschappelijke

uitdagingen ondergeschikt te maken aan de vooropgestelde schuldreductie. De begrotingsregels verheffen stijgende schulden tot het belangrijkste probleem van vandaag en stellen een rem op de nationale schuldgraad voor als heiligmakende remedie. Daarmee dreigen de regels middel en doel echter om te keren: het begrotingsbeleid, en ruimer het hele macro-economische kader, moet een instrument zijn om bepaalde vooropgestelde maatschappelijke doelstellingen te helpen realiseren, terwijl het nastreven van een lage schuldgraad niet het leidende principe zou mogen zijn in de antwoorden die geformuleerd worden op de hedendaagse maatschappelijke uitdagingen.*

Bovendien dreigen de nieuwe regels nieuwe macro-economische onevenwichten en divergenties te doen ontstaan, zowel intern als extern. Binnen de Eurozone dreigen landen met een hogere schuldenlast niet de noodzakelijke groene investeringen in technologie en infrastructuur te kunnen uitvoeren die nodig zijn om de Europese klimaat- en energiedoelstellingen te behalen. Dit dwingt hen achterop te hinken, terwijl ‘zuinige’ landen met een lagere schuldratio wel de ruimte bewaren om middels een gericht groen beleid een gepast transitietraject uit te stippelen. Al zullen niet alle lidstaten ook effectief gebruiken maken van de extra capaciteit die ze te hunner beschikking hebben. Zo heeft Duitsland, door in 2009 de ‘Schuldenbremse’ grondwettelijk te verankeren, het zich institutioneel onmogelijk gemaakt om de huidige recessie die het doormaakt doelgericht te bevechten en de noodzakelijke transformatie te financieren, ook al dreigt het land daarmee opnieuw te gaan uitgroeien tot de ‘zieke man’ van Europa.⁵

De Europese Unie in zijn geheel dreigt dan weer achterop te raken in vergelijking met externe handelspartners die in hun groeimodel wel sterk de nadruk leggen op staatsgeleide investeringen. Net als concurrent China rekent de VS onder President Biden met enorme investeringsinitiatieven zoals de *CHIPS Act* (52,7 miljard dollar investeringen voor onderzoek naar halfgeleiders)

en de *Inflation Reduction Act* (369 miljard dollar voor het opschalen van hernieuwbare energie en het tegengaan van klimaatverandering) sterk op de voortrekkersrol van gerichte publieke investeringen om ook private investeringen in de juiste richting aan te jagen.⁶ Met de regels dreigt Europa dus zijn eigen versnelde ondergang in te luiden.

Naast het risico dat Europa zijn eigen vooropgestelde klimaatdoelstellingen niet haalt, de eigen economische bedrijvigheid en economische groei fnuikt en een groot deel van zijn industriële basis verliest aan geopolitieke concurrenten, is er ook het bijkomende gevaar dat een hernieuwd besparingsbeleid een hoge politieke kost zal eisen. Zo blijkt uit recent onderzoek dat voorbijge bezuinigingen in Europese lidstaten steevast leidden tot een hoger stemmenaantal voor extreme partijen en een toenemend wantrouwen in de heersende politieke instellingen.⁷ Vraag is dus of Europa met de invoering van de hervormde begrotingsregels niet opnieuw dreigt te kiezen voor een zelf-ondermijnende macro-economische beleidsmix.⁸

Deze analyse zal argumenteren dat het huidige tijdperk een nieuwe schuldenaanpak vereist, en dat het macro-economisch niet verstandig is om te sturen op een louter kwantitatieve benadering van de schuldgraad en alle andere uitdagingen hieraan ondergeschikt te maken. We zullen pleiten voor een meer rationele, realistische en efficiënte omgang met staatsschulden, wars van moralistische opvattingen over goed en kwaad of zonde en verantwoordelijkheid. In wat volgt formuleren we daarom een reeks theoretische en conceptuele bedenkingen bij de huidige herziening van de Europese begrotingsregels. Vervolgens zullen we ook inzoomen op de negatieve impact van de nieuwe begrotingsregels op de noodzakelijke klimaatinvesteringen in lidstaten met een nadelige startpositie (hoge schuldgraad en groot begrotingstekort) en de economische verdeeldheid die de regels dreigen te bewerkstelligen zowel tussen de lidstaten onderling als tussen Europa en de rest van de wereld. Besluiten doen we met enkele conclusies. Eerst zullen we echter kort de voorgestelde wijzigingen aan de begrotingsregels toelichten.

* Philippa Sigl-Glöckner, directeur van de Berlijnse denktank Dezernat Zukunft verwoordt het als volgt: “Debt to GDP is constrained, and CO₂ emissions are not. Fiscal policy, the whole financial and monetary system, should always follow our societal goals—that’s what it’s there for. And for some reason, we’ve managed to flip this around.” Cf. Schulteis, E. (2023). *The Black Zero*. Germany reappraises its financial fetish, *The Dial*, June 13, 2023.

Context: herziening van de Europese begrotingsregels

Vanwege de ernst en de omvang van de Covid-19-pandemie en de socio-economische schok die ermee gepaard ging besliste de Europese Commissie om in maart 2020, voor het eerst in het bestaan van de Europese Unie, de ‘algemene ontsnappingsclausule’ van het Stabiliteits- en Groeipact te activeren.⁹ Hierdoor werden de oude begrotingsregels, die als doel hadden om een rem te zetten op het begrotingstekort en de schuldgraad van de lidstaten, tijdelijk buitenspel gezet. De nasleep van de pandemie en oorlog in Oekraïne was niet het moment om voorzichtig en terughoudend om te gaan met het begrotingsbeleid, was de redenering. Om de schok voor huishoudens en bedrijven deels op te vangen werden lidstaten aangespoord om gul om te springen met staatsuitgaven. Maar drie jaar verder, nu de grootste effecten van de pandemie en de energiecrisis stilaan achter ons lijken te liggen, komt de nadruk weer te liggen op de hoogte en de houdbaarheid van de individuele staatsschulden. Dit wordt nog versterkt door de beleidsactie van de ECB als antwoord op de gestegen inflatie: de Bank verhoogde in meerdere opeenvolgende ontmoetingen haar beleidsrentes, waardoor op langere termijn een rentesnieuwbal kan ontstaan (waarbij stijgende rentelasten op de uitstaande schulden tot nieuwe, bijkomende schulden leiden). De bedoeling van de Commissie is daarom om in 2024 de begrotingsregels terug te activeren, zij het in gewijzigde vorm.

De afgelopen jaren groeide er parallel aan de Corona- en Oekraïne-crisis immers de consensus dat de bestaande regels verouderd, vaak zinloos en te streng waren.¹⁰ In verschillende lidstaten leidden de regels na de financiële crisis van 2008 tot vaak bruuske en brute besparingsrondes die de economische malaise verlengden en het economisch herstel ernstig vertraagden. Daarnaast was er ook onvrede over het feit dat verschillende (grote) lidstaten de regels met regelmaat konden overtreden zonder gesanctioneerd te worden en dat de opvolging en monitoring van het schuldaanpassingstraject een hoge administratieve last bij de lidstaten legde. In november 2022 lanceerde de Commissie daarom een stel oriëntatievoorstellen om de huidige begrotingsregels te herzien en te vereenvoudigen. Die suggesties werden op 26 april 2023 ook (deels) omgezet in concrete voorstellen op basis waarvan de Commissie verder onderhandelt met de lidstaten en het Europees Parlement.¹¹

De belangrijkste wijzigingen die de voorstellen aanbrengen is om te verschuiven van een uniforme ‘one size-fits-all’-benadering naar een meer landenspecifieke benadering waarbij een meerjarige schuldreductie

wordt beoogd die beter is afgestemd op de specifieke noden en kenmerken van de lidstaat in kwestie. Die landenspecifieke aanpak vervangt de eerdere uniforme verplichte schuldverlagingen in de vorm van de 1/20 regel, die een jaarlijkse schuldvermindering met 1/20^e van de schuld boven de drempel van zestig procent vooropstelde. In de nieuwe regels streeft de Commissie niet langer een uniforme schuldenreductie na op jaarbasis, maar wordt er gemikt op een daling van de schuldenlast over meerdere jaren. De focus op het jaarlijkse saldo wordt dus vervangen door een meerjarige uitgavennorm.

Een centrale rol daarbij is weggelegd voor de ‘Debt Sustainability Analysis’ (DSA), een instrument dat de Commissie zal hanteren om op basis van verschillende veronderstellingen over o.a. de toekomstige economische groei, demografische groei en vergrijzing, rentetarieven, inflatie en het begrotingsbeleid een aantal projecties te maken over het traject van de schuld in de verschillende lidstaten. Op basis van die oefening zullen de lidstaten verder onderverdeeld worden in drie groepen — hoog, gemiddeld en laag risico — die telkens verschillende uitgavennormen krijgen opgelegd. Landen met een hoog tot middelhoog risico zullen een geloofwaardig plan met uitgavenreducties voor minstens vier jaar moeten voorleggen aan de Commissie. De benodigde uitgavenreducties kunnen echter ook over zeven jaar uitgesmeerd worden als de landen in kwestie ook bepaalde ‘structurele’ hervormingen doorvoeren. Op die manier vormt de DSA-analyse de basis voor bilaterale onderhandelingen tussen de Commissie en de individuele lidstaten over een gepast meerjarig uitgaventraject dat ervoor moeten zorgen dat de overheidsschuld in verhouding tot het bbp in de loop van de tijd afneemt of minstens stabiliseert.

Ondanks die toegenomen *Ondanks die toegenomen flexibiliteit blijven in de voorstellen toch ook enkele harde limieten behouden.*

flexibiliteit blijven in de voorstellen toch ook enkele harde limieten behouden: lidstaten die kampen met een overheidstekort van meer dan drie procent van het bbp of een staatsschuld van meer dan zestig procent van het bbp zal de Commissie een ‘technisch traject’ opleggen om ervoor te zorgen dat de schuld op een ‘plausibel neerwaarts pad wordt gebracht’ en dat het tekort ‘op de middellange termijn onder de drie procent van het bbp wordt gebracht en gehandhaafd’.¹² Lidstaten in deze categorie zullen verplicht worden om een jaarlijkse begrotingsaanpassing van *minstens* 0,5% van het bbp door te voeren zolang het begrotingstekort boven de drie procent uitkomt. Ligt het overheidstekort onder drie procent van het bbp en de staatsschuld onder zestig procent van

het bbp, dan verstrekt de Commissie louter ‘technische informatie’ om ervoor te zorgen dat het overheidstekort en de staatsschuld ook in de toekomst onder die grenswaarden blijft.

De ‘nieuwe’ begrotingsregels blijven voortbouwen op de mythische en ongefundeerde Maastrichtnormen.

De ‘nieuwe’ begrotingsregels blijven daarmee dus voortbouwen op de mythische ‘Maastrichtnormen’ (maximaal zestig procent staatsschuld en drie procent overheidstekort) die voor het eerst als referentiewaarden voor schuldhoudbaarheid werden opgenomen in het Verdrag van Maastricht (1992), dat tot de formele oprichting van de Europese Unie leidde. Die referentiewaarden ontberen echter elke economische grondslag, en dat zowel op theoretisch als op empirisch vlak. Het zijn willekeurig gekozen doelstellingen die prioriteit moesten geven aan een beeld van ‘budgettaire verantwoordelijkheid’ en voortkomen uit realpolitieke, eerder dan solide macro-economische overwegingen. De 60%-schuldgraad werd bijvoorbeeld gekozen omdat het een waarde was die dicht bij het gemiddelde lag van de toenmalige schuldquote van de twaalf onderhandelende landen, en de 3%-begrotingsdoelstelling omdat het makkelijk leek te rekenen.¹³ De gehanteerde streefcijfers komen dus voort uit eerder functionele overwegingen (het feit dat ze simpel en uniform zijn en makkelijk te communiceren vallen bijvoorbeeld) maar missen elke solide theoretische of empirische onderbouw die zou aantonen dat bij het overschrijden van die richtcijfers de schuldhoudbaarheid noodzakelijkerwijs in het gedrang komt.

Het feit dat die streefcijfers toch overeind bleven in de nieuwe voorstellen heeft allicht ook te maken met het feit dat ze verdragtechnisch erg moeilijk aan te passen zijn. Aangezien de richtnormen deel uitmaken van het Verdrag van Maastricht veronderstelt een wijziging van de cijfers een herzieningsprocedure waarbij alle lidstaten (in hoedanigheid van de Europese Raad) en na raadpleging van zowel het Europees Parlement als de Commissie met unanimité moeten instemmen. Een dergelijke, meer fundamentele herziening lijkt vandaag echter politiek onrealistisch, zeker omdat een coalitie van ‘zuinige’ lidstaten sterk gekant blijft tegen een dergelijke aanpassing. Anderzijds moet opgemerkt worden dat het behouden van richtcijfers die lidstaten in een te strakke budgettaire dwangbuis duwen louter omdat ze politiek moeilijk aan te passen zijn geen toonbeeld is van doortastend of goed beleid.

De voorstellen van de Commissie dreigen dus uit te lopen op een eerder bescheiden hervorming van de begrotingsregels waarbij de numerieke doelstellingen (zestig procent en drie procent) gericht op het verlagen van de schuldgraad (staatsschuld/bbp) grotendeels behouden blijven, zij het dat er op vlak van het terugdringen van de staatsschuld tot onder de 60%-limiet nu een onderhandeld meerjarig traject gelopen zal kunnen worden met de Commissie. De 3%-begrotingsregel blijft daarentegen wel functioneren als een harde grens die onmiddellijke actie uitlokt.

Theoretische en conceptuele bedenkingen

De eerder beperkte aanpassingen en het behoud van de ‘magische’ Maastrichtcijfers duiden erop dat de nieuwe begrotingsregels, ondanks de toegenomen flexibiliteit, gevangen blijven in dezelfde gefaalde logica als de oude begrotingsdoelstellingen. Met andere woorden: het denken dat zowel de oude als de nieuwe begrotingsregels stut, vertoont enkele belangrijke theoretische en conceptuele blinde vlekken. Die gebreken maken dat er een overdreven nadruk komt te liggen op begrotingsoverschotten, schuldafbouw en ‘deugdelijk’ financieel beheer.

Kort samengevat komen de belangrijkste tekortkomingen hierop neer: a) de schuldgraad (staatsschuld/bbp) is een ontoereikend en misleidend concept in het evalueren van de houdbaarheid van de schulden van een land; b) de methodologie die de Commissie hanteert bij het berekenen van de schuldhoudbaarheid blijft leunen op ‘niet-waarneembare variabelen’ met een blijvend risico op contraproductieve en procyclische effecten; c) de Commissie negeert de grensoverschrijdende vraag-effecten van de begrotingsverkrappingen; d) de Commissie houdt onvoldoende rekening met het feit dat de cruciale rol van en grote vraag naar zogenaamde ‘veilige activa’ neerwaartse druk zet op de rente op staatsobligaties; en e) er wordt over het hoofd gezien dat de hoogte van de rente op staatsobligaties ultiem beslist wordt door de Europese Centrale Bank.

Hieronder gaan we dieper in op elk van de belangrijkste gebreken.

De schuldgraad is een ontoereikend en misleidend concept om de houdbaarheid van de schulden van een land te evalueren

De vraag of de staatsschuld houdbaar is (of niet) is een centrale overweging in elke macro-economische

analyse van het begrotingsbeleid. Nochtans is ‘schuldhoudbaarheid’ een complex en omstreden begrip. Er bestaat niet één enkele, universeel aanvaarde definitie.** Wat wel duidelijk is, is dat een kortzichtig of simplistisch concept als de schuldgraad of schuldquote van een land onvoldoende is om de budgettaire situatie van een land adequaat te evalueren.

Kern van de zaak is dat de hoogte van de overheids-schuld ultiem weinig zegt over de schulddynamiek.

Kern van de zaak is dat de hoogte van de overheids-schuld ultiem weinig zegt over de schulddynamiek.

De schulddynamiek wordt primair bepaald door de wisselwerking tussen een aantal elementaire macro-economische variabelen, namelijk de evolutie van het primaire saldo (het begrotingssaldo exclusief rentebetalingen), de nominale groeiratio van de economie (reële groei plus inflatie) en de rentevoet op de uitstaande overheidsschuld. In zijn Presidentiële rede voor de American Economic Association (AEA) in 2019 zette Olivier Blanchard het debat op scherp door te argumenteren dat de houdbaarheid van staats-schulden uiteindelijk afhangt van de dynamiek en de verschillen tussen de (nominale) rente (r) die de overheid op haar schulden betaalt en de (nominale) groei van de economie (g). Dit leidde hem tot de vuistregel dat zolang de rente (r) kleiner blijft dan de groei (g), wat in de meeste historische periodes ook effectief het geval is, begrotingstekorten gemakkelijk kunnen stijgen zonder de houdbaarheid van de overheidsschuld fundamenteel te ondermijnen.¹⁴

Om te beginnen lijdt de schuldgraad als analytische lens om de schuldhoudbaarheid te bepalen aan drie belangrijke tekortkomingen die het een eerder misleidende maatstaf maken.¹⁵ Ten eerste vergelijkt het concept spreekwoordelijke appels met peren. De schuldgraad vergelijkt immers de totaal opgebouwde overheidsschuld doorheen de tijd met de som van alle transacties op het grondgebied van een land gedurende een welbepaalde en eerder beperkte periode, het bruto binnenlands product. In boekhoudkundige termen betekent dit dat men een voorraad (*stock*) vergelijkt met een stroom (*flow*). Omdat voorraden en stromen zich in verschillende eenheden laten uitdrukken, kunnen ze onderling ook niet erg zinvol vergeleken worden. Ten tweede is het een statisch en weinig dynamisch concept. Door de totale staatsschuld (*i.e.* de som van alle

tekorten die een staat sinds zijn ontstaan heeft opgebouwd) als beginpunt te nemen, kijkt het vooral naar het verleden om een historische trend te extrapoleren. Dit wil zeggen dat er geen rekening wordt gehouden met toekomstig beleid of de eventuele impact van toekomstige economische schokken of calamiteiten. Ten derde, en misschien wel de belangrijkste kanttekening, negeert het concept volkomen het doorslaggevende belang van rentetarieven op de schuldhoudbaarheid.

Naast de evident macro-economische variabelen spelen ook nog een aantal politiek-institutionele factoren mee in het vormgeven van het schuldverloop van een land (bijv. kwaliteit van bestuur en politiek systeem, bbp per capita, politiek klimaat, veiligheid van overheidsschuld, ...). Hoewel verre van heiligmakend, gebruiken private ratingbureaus die de kredietwaardigheid van publieke instellingen of staten moeten beoordelen bijvoorbeeld een veel gesofisticeerdere set van indicatoren om hun oordeel op te baseren dan louter te kijken naar het schuldniveau van land.¹⁶ De schuldgraad van een land blijkt daarbij weinig bepalend voor hun uiteindelijke beoordelingen (cf. tabel 1). Dat de hoogte van de staatsschuld een gebrekkige graadmeter is om de schuldhoudbaarheid te bepalen, wordt verder mooi geïllustreerd door Japan dat vandaag probleemloos een schuld kan dragen van ongeveer 255% van zijn bbp.¹⁷

Tabel 1: Bepalende variabelen voor kredietbeoordelaars

Correlaties tussen beoordelingen door private kredietbeoordelaars en variabelen (2010-2019)

	Fitch	Moody's	S&P
Schuldenmassa (schulden / bbp)	-0,04	-0,09	-0,06
Schuldetaalbaarheid (interest / ontvangsten)	-0,32	-0,30	-0,31
Primaire balans (% bbp)	0,09	0,06	0,08
Lopende rekening (% bbp)	0,38	0,38	0,40
Governance indicator (WGI score)	0,55	0,53	0,54
BBP per capita (\$ 2017 PPP)	0,61	0,59	0,62

Waarden in blauw (rood) staan voor een positief (resp. negatief) effect op beoordelingen. Hoe donkerder de kleur, hoe sterker het effect. Geen kleur betekent een niet-significant effect.

Tabel Denktank Minerva • Bron: Sutor-Sorel (2023) • Gecreëerd met Datwrapperr

Kortom: of staatsschulden onhoudbaar dreigen te worden of niet, hangt niet (alleen) af van het niveau van de staatsschuld en het begrotingstekort, maar van een groot aantal onzekere (macro-)economische en politieke factoren die op complexe wijze met elkaar in-

** Het IMF (2013) formuleerde de volgende praktische definitie van schuldhoudbaarheid: “In het algemeen kan de overheidsschuld als houdbaar worden beschouwd wanneer het primaire saldo dat nodig is om de schuld ten minste te stabiliseren, zowel in een basisscenario als bij een realistische schok, economisch en politiek haalbaar is, zodat het schuldniveau strookt met een aanvaardbaar laag herfinancieringsrisico en met het handhaven van de potentiële groei op een bevredigend peil [...]”. zie: IMF (2013), Staff Guidance Note for public debt sustainability analysis in market-access countries, Washington DC, May, p. 4.

terageren. Een solide schuldhoudbaarheidsanalyse zou dus rekening moeten houden met al deze factoren, inclusief de intrinsieke onzekerheid die met elke factor samenhangt.¹⁸ In de praktijk is een beoordeling van de schuldhoudbaarheid daarom allesbehalve eenvoudig; als het al geen *'mission impossible'* is, dan komt het in het beste geval neer op het uitbrengen van een geïnformeerd oordeel over een 'bekende onbekende'.¹⁹ Omdat de toekomst is gehuld in 'Knightiaanse' of fundamentele onzekerheid blijft het zelfs voor getrainde analisten vaak moeilijk om in te schatten wat ze zal brengen.²⁰

Terwijl veel commentatoren zich nu bijvoorbeeld uitgebreid zorgen maken over de stijgende rente, acht het IMF het in zijn World Economic Outlook van april 2023 niet uitgesloten dat de koppige lage rentes van voor corona straks weer hun intrede doen.²¹ Eens de inflatie, die de afgelopen jaren vooral aangedreven werd door aanbodschokken, opnieuw op een lager niveau stabiliseert, ziet het IMF immers enkele structurele langetermijnkrachten terugkeren (toenemende vergrijzing, stijgende spaaroverschotten, afnemende productiviteit, stijgende vraag naar veilige activa (cf. infra), ...) die ook voordien sterk op de rente wogen en suggereren dat rentes in de geavanceerde economieën uiteindelijk terug zullen convergeren naar pre-pandemische niveaus.

Het DSA-instrument van de Commissie blijft leunen op 'niet-waarneembare variabelen' met een blijvend risico op contra-productieve en procyclische effecten

Er is niet één 'juiste' analyse van de schuldpositie van een land: er zijn verschillende evenwichten denkbaar, verschillende combinaties van begrotingsbeleid en groei.

Het DSA-instrument dat de Commissie zal hanteren om landen op te delen in verschillende risicocategorieën en om het optimale begrotingsbeleid te berekenen per lidstaat is geen zuiver neutraal of apolitek algoritme.²² DSA's zijn gebaseerd op een set assumpties met betrekking tot de toekomstige ontwikkeling van een aantal budgettaire en macro-economische variabelen. Kleine veranderingen in de gehanteerde assumpties kunnen gemakkelijk leiden tot zeer verschillende schuldtrajecten. Er is dus niet één 'juiste' schuldanalyse, er zijn verschillende 'evenwichten' denkbaar — verschillende combinaties van begrotingsbeleid en groei. Het maken van deze aannames is daarom niet louter technisch, maar omvat ook de schatting van omstreden niet-direct-waarneembare variabelen (zoals de 'potentiële productie' en de zogeheten 'outputkloof') en het maken van welbepaalde beleidsinschattingen daaromtrent.

De 'potentiële productie' van een economie verwijst naar de maximale hoeveelheid goederen en diensten die een economie in staat is te produceren op basis van de bestaande productiemiddelen (*i.e.* beroepsbevolking, apparatuur, infrastructuur en technologie) zonder daarbij inflatie op te wekken. Omdat het een theoretisch begrip is, kan de 'potentiële productie' evenwel niet rechtstreeks waargenomen of gemeten worden maar moet het afgeleid worden van verschillende modelinschattingen. De 'outputkloof' verwijst op haar beurt naar het verschil tussen wat werkelijk wordt geproduceerd in een economie (de werkelijke productie, uitgedrukt in het bbp) en wat de economie in staat zou zijn te produceren (de 'potentiële productie').

Inschattingen van de 'potentiële productie' dienen als basis om uitspraken te kunnen doen over de marge waarmee de economische activiteit op een bepaald moment haar 'potentiële' of duurzame niveau overschrijdt (of onderschrijdt), en als gevolg daarvan het gepaste begrotingsbeleid dat een land moet voeren. Een negatieve *outputgap* wijst daarbij op onderbenutting van de bestaande productiemiddelen en dus op enige ruimte voor fiscale stimulering, terwijl een positieve *outputgap* wijst op 'oververhitting' van de economie en daarmee op de nood aan een strak begrotingsbeleid. Met andere woorden, de ramingen van de potentiële productie en de daaruit voortvloeiende inschattingen van de outputkloof hebben een rechtstreekse impact op de geschatte budgettaire beleidsruimte van de lidstaten. Als de economie naar schatting boven of dicht bij het potentieel draait, is een tekort moeilijk te rechtvaardigen. Als de economie onder het potentieel draait, kan er een goede reden zijn om tekorten op te bouwen.

Inschattingen met betrekking tot de potentiële productie komen ten minste drie keer voor in de DSA-methodologie die de EU-Commissie zou gaan hantieren, ondanks de moeilijkheden met dit concept.²³ Het belangrijkste probleem is dat de meeste modellen en prognose-instellingen het niveau van de 'potentiële productie' berekenen als een functie van de gerealiseerde *output* in het nabije verleden, waardoor een belangrijke mate van 'padafhankelijkheid' in de ramingen geïntroduceerd wordt: vertraagt de economie in slechte tijden, dan wordt ook de 'potentiële productie' naar beneden bijgesteld, en dus verkleint de ruimte die overheden binnen dit theoretische kader zouden hebben om te investeren in de economie.²⁴ Zo dreigt een vicieuze cirkel of een zogenaamde 'budgettaire doemlus' te ontstaan.²⁵ Procyclische modelinschattingen — die een verkleining van de outputgap impliceren tijdens economische recessies — verhogen de budgettaire consolidatievereisten voor de betrokken overheid. Volge-

houden besparingen in een ongunstige economische situatie verminderen vervolgens de economische groei en werkgelegenheid. Dit leidt op zijn beurt tot nieuwe neerwaartse herzieningen van het potentiële productieniveau van een economie, en dus een verkleinende outputkloof, wat verdere besparingen volgens deze modellen noodzakelijk maakt.²⁶ Wat men uiteindelijk dreigt te krijgen zijn dan begrotingsinspanningen die zichzelf in de voet schieten: terwijl het oorspronkelijke doel van de besparingen was om de schuldhoudbaarheid te verbeteren, dreigt de schuldgraad net te stijgen vanwege de negatieve effecten van de besparingen op het bbp en de economische groei. Een dergelijke vicieuze cirkel speelde in verschillende lidstaten in de context van de eurocrisis.

Ten slotte kan het resultaat van een DSA de uiteindelijke uitkomst beïnvloeden van het schuldtraject van een land en leiden tot een zogenaamde *self-fulfilling prophecy*, waarbij beoordeling werkelijkheid wordt: als de Commissie de schuld houdbaar verklaart, zullen investeerders obligaties van het betreffende land zonder aarzelen blijven aankopen. Als de Commissie echter tot de tegenovergestelde conclusie komt, kan dit leiden tot een uitverkoop van de betreffende staatsobligaties, waardoor de uitgangspositie van de lidstaat in kwestie net verslechtert — een situatie die de regels juist zouden moeten helpen voorkomen. Op die manier dreigt het DSA instrument van de Commissie een ‘performatief’ karakter te verkrijgen.²⁷

De Commissie negeert de grensoverschrijdende vraageffecten van de begrotingsregels

Een begrotingskrimp in één land verzwakt niet alleen de binnenlandse vraag naar goederen en diensten, maar ook de vraag in andere landen van de Unie.

De voorgestelde aanpak van de Commissie staart zich blind op zogenaamde ‘*spillover*’-effecten van nationale schulden, maar houdt geen rekening met de grensoverschrijdende vraageffecten van collectieve begrotingsverkrappingen. Historisch gezien werd de nood aan strenge begrotingsregels steeds verantwoord vanuit de mogelijke grensoverschrijdende effecten die een overdreven schuldopbouw in één land kan hebben op de andere lidstaten van de Unie, meer bepaald het tegengaan van fiscale transfers en het voorkomen van een situatie van ‘fiscale dominantie’ waarbij de monetaire autoriteit (de Europese Centrale Bank) gedwongen zou worden nationale schulden van één of meerdere lidstaten op te kopen.²⁸ Wat historisch dan weer wordt veronachtzaamd is dat (te) strenge begrotingsdiscipline eveneens grensoverschrijdende effecten kan hebben: een begrotingskrimp in één land verzwakt niet alleen

de binnenlandse vraag naar goederen en diensten, maar beïnvloedt ook de vraag in andere landen van de monetaire unie negatief. Niet alleen een te expansief, maar ook een te restrictief begrotingsbeleid in een land, een beleid dat de economische groei nodeloos afknijpt en een rem zet op de economische ontwikkeling van andere lidstaten, is dus een fout die Europese aandacht verdient omdat ze impact heeft op de Eurozone in haar geheel.²⁹ Een te enge focus op nationale begrotingsdiscipline kan er met andere woorden voor zorgen dat de collectieve begrotingskoers van de Unie te verkrappend blijkt te zijn waardoor ook staten met een gunstige schuldpositie uiteindelijk in de klappen delen.

De voorstellen van de Europese Commissie blijven ook blind voor het feit dat strategische overheidsinvesteringen (in bijvoorbeeld infrastructuur en technologie) bijdragen tot de creatie van nieuwe publieke activa waar zowel huidige als toekomstige generaties van profiteren. De voordelen van het scheppen van publieke activa komen nergens aan bod in de voorstellen, waardoor een productief gebruik van de publieke balans wordt uitgesloten. Nochtans zijn die publieke activa ook relevant voor de schuldhoudbaarheid: ze verbeteren de zogenaamde nettowaarde van de overheid (gedefinieerd als het verschil tussen de totale activa of het vermogen van de overheid en passiva of zijn schulden).³⁰ Het DSA-kader richt zich dus nogal eenzijdig op de negatieve aspecten van overheidsschuld terwijl het helemaal stil blijft over de impact van gerichte investeringen op de toekomstige inkomsten- en uitgavenstromen van een staat.

Daarnaast dreigt het DSA-kader opnieuw het multiplicatoreffect van overheidsbestedingen te onderschatten.³¹ De begrotingsmultiplicator beschrijft hoe sterk de economie (in termen van bbp) groeit ten gevolge van één extra euro aan overheidsuitgaven of, omgekeerd, hoe sterk de economie krimpt ten gevolge van één euro minder aan overheidsuitgaven. Als de waarde van de multiplicator groter is dan 1, betekent dit dat hogere (lagere) overheidsuitgaven ook leiden tot een toename (afname) in de private consumptie en investeringen en dus een extra positieve (negatieve) impact op de economische groei hebben. Toch bestaat er nog steeds grote onzekerheid en discussie over de exacte grootte van de multiplicatoreffecten van begrotingsbeleid, zeker in tijden van recessie of economische crisis. Desalniettemin merkten verschillende auteurs in de nasleep van de financiële en de Euro-crisis op dat de multiplicatoreffecten van begrotingsbezuinigingen allicht fors onderschat werden, met sterk nadelige effecten voor de schuldpositie van landen.³²

Dit valt te verklaren door het feit dat bezuinigingen op de overheidsuitgaven leiden tot een daling van de werkgelegenheid en de inkomens in de publieke sector en een daling van de sociale inkomens, wat vervolgens leidt tot een daling van de uitgaven van huishoudens, en een daling van de werkgelegenheid en inkomens in de private sector, waardoor een vicieuze cirkel dreigt te ontstaan. Als gevolg van die dynamiek kan de totale financiële impact van een verlaging van de overheidsuitgaven (op het bbp) aanzienlijk groter zijn dan de oorspronkelijke waarde van de uitgavenverlaging zelf. In sommige gevallen kan een poging om het tekort terug te dringen op die manier paradoxaal leiden tot een stijging van de schuldgraad van de overheid (zie ook: boven). Een pertinent voorbeeld hier is de recente geschiedenis van Italië. Om te proberen te voldoen aan de toetredingsvoorwaarden tot de Europese Economische en Monetaire Unie en aan de Maastrichtnormen heeft Italië sinds 1992 quasi permanent primaire begrotingsoverschotten geboekt (dus zonder rentebetalingen), en veel verregaandere consolidatie- en hervormingsinspanningen geleverd dan alle andere Europese lidstaten, maar die beleidsmaatregelen verstikten de binnenlandse vraag, met een stagnerende economie, dalende productiviteit en stijgende schuldgraad tot gevolg.³³

Recent IMF-onderzoek kwam dan ook tot de conclusie dat begrotingsconsolidatie over het algemeen slechts een erg minimaal effect heeft op het verminderen van de schuldratio.³⁴ Bovendien hebben besparingen de bijkomende neiging om inkomensverschillen verder uit te diepen, omdat het vaak leidt tot onevenredig hogere werkloosheid bij huishoudens met een zwakkere positie op de arbeidsmarkt (bijv. kortgeschoolden).³⁵

De cruciale rol van en grote vraag naar 'safe assets' zet neerwaartse druk op de rente op staatsobligaties

Om een volwaardig beeld te krijgen van de houdbaarheid van de schuld moet ook de cruciale rol van staatsobligaties als 'ruwe grondstof' voor een groot deel van de hedendaagse financiële sector in rekening worden gebracht. Financiële markten zijn namelijk in grote mate afhankelijk van zogenaamde 'veilige activa' of 'safe assets'. Veilige activa hebben een hoge kredietwaardigheid en liquiditeit (d.w.z. ze zijn vrij direct beschikbaar of omzetbaar in contant geld om aan lopende betalingsverplichtingen te voldoen), en ze behouden hun waarde zelfs in tijden van crisis. Dat maakt van hen een 'veilige haven': ook in economisch slechte tijden, wanneer meer risicovolle activa alleen tegen soms zwaar verlies te gelde gemaakt kunnen worden, blijven deze 'safe assets' hun waarde en liquiditeit behouden.³⁶ Dergelijke activa spelen een cruciale rol in financiële transacties, waarbij

het beschikbaar stellen van veilige activa als onderpand vaak als voorwaarde geldt. Ook commerciële banken, pensioenfondsen en verzekeringsmaatschappijen moeten voldoende veilige activa aanhouden om te voldoen aan de liquiditeitsvereisten die hen worden opgelegd door de financiële regulatoren.

De overheid, via de uitgave van soevereine staatsschuld, is één van de belangrijkste producenten van veilige activa. Toch is het aanbod van veilige activa historisch geconcentreerd in een klein aantal geavanceerde economieën. Hoewel Amerikaanse en Duitse obligaties het meest in trek blijven bij beleggers, fungeren ook staatsobligaties uit de rest van de eurozone in meer of mindere mate als veilige activa. Wat deze obligaties zo'n geliefkoosde veilige activa maakt is het feit dat er voor deze activa (naast de evidente inflatie- en renterisico's) geen wanbetalingsrisico geldt: de kans dat deze staten hun schuldverplichtingen niet meer zouden nakomen, wordt infinitesimaal klein geacht. Staatsobligaties zijn verder essentieel als onderpand voor geldmarkten en particuliere kredietcreatie in Europa. Bijna twee derde van al het geld dat door banken en institutionele beleggers wordt uitgeleend, is gebaseerd op onderpand van staatsobligaties.³⁷

De afgelopen decennia werden echter gekenmerkt door een relatieve schaarste aan veilige activa.³⁸ Daar zijn verschillende aantoonbare redenen voor, maar het algemene bezuinigingsbeleid in de geavanceerde economieën sinds 2010 maakte het tekort des te nijpender. Het aangaan van extra staatsschulden (en het uitgeven van extra staatsobligaties) als antwoord op de Covid-19-*shock* zorgde voor een gedeeltelijke omkering van de tendens.³⁹ Een hernieuwde draai naar collectieve besparingen zou het onderliggende probleem echter snel kunnen doen terugkeren. Zeker omdat de vraag naar veilige activa in een instabiele en onzekere wereld, gekenmerkt door opeenvolgende schokken en een vertragende economie, alleen maar zal toenemen. Ook het groeiende belang van private pensioenfondsen in het veiligstellen van een voldoende hoog (vervangings) inkomen voor werknemers op rust veronderstelt een blijvende en structurele vraag naar veilig activa in de toekomst.

Die sterke vraag naar overheidsobligaties oefent zodoende een neerwaartse druk uit op de stijging van de langetermijnrentevoeten op de overheidsschuld.

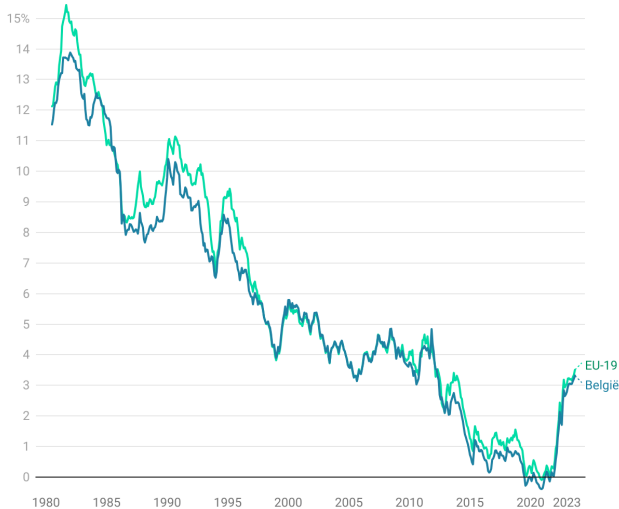
De sterke vraag naar overheidsobligaties drukt de stijging van de langetermijnrentevoeten op de overheidsschuld.

Die sterke vraag naar overheidsobligaties oefent zodoende een neerwaartse druk uit op de stijging van de langetermijnrentevoeten op overheidsschuld, waardoor de opwaartse druk die gepaard gaat met een uitbreiding van staatsschulden en hogere rentevoeten deels gecompenseerd wordt.

Met andere woorden, de structurele vraag naar veilige activa suggereert dat een toename in overheidsschulden van geavanceerde economieën, zo niet gewenst, dan op zijn minst toch beheersbaar is.⁴⁰ Ondanks de historisch scherpe rentestijgingen doorgevoerd door de meeste centrale banken als antwoord op de inflatiecrisis zitten we momenteel dan ook nog ver weg van de langetermijnrentes op staatsobligaties (en het gevaar op een mogelijke rentesneeuwbal) van de jaren tachtig (cf. grafiek 1).

Grafiek 1: Evolutie van de langetermijnrente

Langetermijnrente op Belgische en Eurozone-staatsobligaties (juli 1980 - september 2023)



Grafiek: Denktank Minerva • Bron: OECD (2023), Long-term interest rates (indicator), doi: 10.1787/662d712c-en • Gecreëerd met Datawrapper

Er wordt over het hoofd gezien dat de hoogte van de rente op staatsobligaties uiteindelijk beslist wordt door de centrale bank

De enige manier waarop de rente op staatsobligaties kan stijgen, is als de centrale bank in kwestie dat wenst en toelaat.⁴¹ Het rentebeleid van de centrale bank bepaalt dus vrijwel direct de rentelasten die gepaard gaan met het herfinancieren van de bestaande staatsschuld of het aangaan van nieuwe schuld. Kortom: rentes (en rentespreads) op staatsschulden zijn dus altijd en overal het gevolg van monetair beleid.

Dat zit zo: het monetair en begrotingsbeleid zijn onlosmakelijk met elkaar vervlochten. Beide behoren tot de economische kerntaken van een moderne staat. Dit impliceert dat het monetair beleid een belangrijke impact heeft op de budgettaire positie van een land of regering. Centrale banken beïnvloeden de staat van de overheidsfinanciën en de begroting zowel rechtstreeks, door het bepalen van de rentevoeten (en dus via het bepalen van de leenkosten voor een overheid), als onrechtstreeks, via de invloed die het monetaire beleid uitoefent op de graad van de economische activiteit en de inflatie op

een bepaald grondgebied (met een belangrijke impact op zowel de belastinginkomsten als overheidsuitgaven van de staat).⁴²

Traditioneel beheersten centrale banken enkel de kortetermijnrente rechtstreeks, wat op zijn beurt indirect de langetermijnrente op staatspapier beïnvloedde. Wanneer de kortetermijnrente in de nasleep van de financiële crisis het nulpunt (de ‘zero lower bound’) bereikte, wendden centrale banken van de geavanceerde economieën zich echter tot zogenaamde ‘onconventionele beleidsmaatregelen’ om ook de langetermijnrente te beïnvloeden. Om verdere monetaire versoepeling mogelijk te maken, zelfs in de buurt van het rentenulpunt, schakelden centrale banken over op de grootschalige aankoop van staatsobligaties en andere financiële activa. Dit maakte duidelijk dat a) een centrale bank onbeperkte middelen tot haar beschikking heeft om bepaalde activa (zoals staatsobligaties) tegen een bepaalde prijs aan te kopen en dat financiële markten in dat geval slechts beperkte manoeuvreerruimte hebben om een andere prijs af te dwingen, en b) het wanbetalingsrisico voor overheden onbestaande is zolang hun respectievelijke centrale bank bereid is op te treden als ultieme geldschieter of zogenaamde ‘lender-of-last-resort’. Opnieuw: De enige manier waarop de rente op staatsobligaties kan stijgen, is als de centrale bank in kwestie dat wenst en toelaat.

Het is daarbij de aannemelijke verwachting dat centrale banken met hun beleid de eigen staat niet het failliet in zullen drijven.⁴³ Toch ontbrak het binnen de Eurozone-architectuur geruime tijd aan een volwaardige ‘lender-of-last-resort’-functie, omdat de ECB lang weigerde die rol op te nemen.⁴⁴ Ook toen de lidstaten na de financiële crisis van 2007-2008 te maken kregen met grote financieringstekorten, weigerde de ECB in eerste instantie de markten voor staatsobligaties te stabiliseren. De Europese schulden crisis van 2010-2012 was dus in belangrijke mate zelf-gefabriceerd. Door een systeemfout in de Eurozone-architectuur, nl. de afwezigheid van een duidelijke ultieme geldschieter die in tijden van onzekerheid de markten van Europese staatsobligaties stabiliseert, kon een vorm van paniek op die markten ontstaan. In combinatie met speculatieve drijfveren dreef dat de rentetarieven in sommige landen fors omhoog ten opzichte van de Duitse Bund (die binnen de Eurozone als de risicovrije staatsobligatie bij uitstek beschouwd wordt), waardoor hele economieën effectief tot stilstand dreigden te komen. Het was uiteindelijk ECB-voorzitter Mario Draghi die in juli 2012 met zijn beroemde “Whatever it takes”-speech

de markten wist te kalmeren en de oprichting van een substituuat voor de *'lender-of-last-resort'*-functie aankondigde. Die kwam in de vorm van het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) (ter waarde van 500 miljard euro) en de daarmee samenhangende, potentieel onbeperkte steun van de ECB voor lidstaten in problemen in de vorm van het *Outright Monetary Transaction* (OMT)-programma. Het vergde dus een trage perspectiefverschuiving binnen de ECB om uiteindelijk toch een vorm van noodsteun voor noodlijdende staten te ontwikkelen en een cruciale rol als *'lender-of-last-resort'* op te nemen.

Ook vandaag wordt nog vaak verwezen naar de Europese schuldencrisis van 2010-2012 om de wijdverbreide Europese angst en afkeer voor overmatige schulden te motiveren. Het is echter belangrijk om mee te geven dat de voorwaarden voor een gelijkaardige paniecreactie op de markten vandaag in grote mate afwezig zijn. Dat is voornamelijk zo omdat de *'lender-of-last-resort'*-functie van de ECB verder verankerd is doorheen de Covid-crisis. In maart 2020 werd een *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) gelanceerd dat de ECB in staat stelde om erg flexibel en op grote schaal financiële activa ten belope van een bedrag van 750 miljard euro aan te kopen.⁴⁵ In december 2020 werd dat bedrag verder opgetrokken naar 1.850 miljard euro. In juli 2022 werd de gereedschapskist van de ECB dan weer uitgebreid met het *Transmission Protection Instrument* (TPI), wat de centrale bank de mogelijkheid geeft om vrijwel onbeperkte bedragen van de staatsschuld van een lidstaat op te kopen om de transmissie van het monetaire beleid te beschermen.⁴⁶ Dit instrument geeft de ECB dus een krachtig wapen om de ongerechtvaardigde, wanordelijke en speculatieve marktdynamiek te counteren die aan de grondslag lag van de Europese staatsschuldencrisis.

De innige vervlechting van monetair en budgettair beleid maakt ook dat een betere coördinatie en coöperatie tussen beiden een beslissende rol kan spelen in het ondersteunen van het begrotingsbeleid en het stabiliseren van de markt voor overheidsschulden, net zoals dat het geval was tijdens de Covid-pandemie. Centrale banken kunnen de financieringskosten voor de overheid immers expliciet laag houden via de gerichte aankoop van staatsobligaties. Die aankoop van staatsobligaties kan zowel indirect gebeuren via de secundaire markten als direct via de primaire markt voor overheidsschulden. Hoewel dat laatste — directe monetaire financiering van overheidsschulden — vandaag verbaal een taboe blijft, behoort het historisch en in de praktijk wel degelijk tot de conventionele kerntaken van een centrale bank.⁴⁷

Kader: 'deugdelijk' vs. 'functioneel' financieel beheer

Vaak wordt beweerd dat erg geen alternatief is voor strenge begrotingsdiscipline in economisch voorspoedige tijden: alleen zo zou er voldoende begrotingsruimte overblijven voor economische slechte(re) tijden. Dat argument berust echter deels op de valse aanname dat de doelstellingen van het monetair en begrotingsbeleid niet herschikt kunnen worden. Onder de huidige consensustoewijzing is het monetaire beleid verantwoordelijk voor het stabiliseren van de economische conjunctuurcyclus (lees: het beheren van de economische vraag in de economie) en het bestrijden van inflatie, terwijl het begrotingsbeleid louter gericht is op de beheersing van de overheidsschulden of -tekorten.⁴⁸ In deze arbeidsverdeling is monetair beleid de dominante en actieve actor, terwijl het begrotingsbeleid noodgedwongen de passieve en volgende actor is. Volgens de beginselen van de *'Sound Money'*-doctrine of het zogenaamde 'deugdelijk financieel beheer' kan het besluit van de onafhankelijke centrale bank om de rentes te verhogen de verkozen overheid dus dwingen tot aanzienlijke bezuinigingen op de overheidsuitgaven. De maximale productiecapaciteit van de economie, en meer specifiek de tewerkstellingsgraad, worden zo de ondergeschikte, afhankelijke variabelen die zich moeten aanpassen aan de ultieme doelstelling van het beperken van de schuldgraad.⁴⁹ Dit is in zekere zin de wereld op zijn kop, of de spreekwoordelijke staart die met de hond kwispelt.

Deze taakverdeling, waarbij het monetair beleid de economische vraag moet regelen en de verantwoordelijkheid van het budgettair beleid in de eerste plaats het beheersen van de overheidsschuld behelst, is echter niet noodzakelijk. De huidige consensustoewijzing is al bij al een vrij recente uitvinding en niet de enige mogelijke manier om monetair en fiscaal beleid te organiseren.⁵⁰ Volgens de principes van 'functioneel financieel beheer' zou het begrotingsbeleid de taak van vraagsturing en macro-economische stabilisering toevertrouwd worden, door de overheidsuitgaven en belastingen zo in te stellen dat de economische activiteit op een gewenst niveau — namelijk volledige capaciteit — wordt gehouden. Het monetaire beleid moet dan weer toezien op het beheersen van de houdbaarheid van de overheidsschuld, door de nominale rente (r) onder het nominale groeipercentage (g) te houden. Een functioneel financieel beheer keert de rollen dus om: het maakt monetair beleid verantwoordelijk voor het stabiliseren van de staatsschuld, terwijl het budgettair beleid erop gericht moet zijn om de economie op volle capaciteit te laten draaien.

Deze benadering verwerpt expliciet de vandaag dominante doctrine van deugdelijk financieel beheer of *'sound money'* en richt zich op de effectiviteit en 'functionaliteit' van bestaande macro-economische instrumenten. Het centrale idee van de theorie is dat de resultaten en macro-economische effecten

van beleidsdaden voorop moeten staan bij het voeren van beleid, zonder zich daarbij te richten naar traditionele of moralistische doctrines over wat ‘deugdelijk’ is of niet. Het centrale principe is dat vooroordelen over wat goed, gebruikelijk of deugdelijk is moeten worden losgelaten en dat in de plaats louter gekeken wordt naar de ‘functionele’ effecten van bepaalde beleidsbeslissingen op de reële economie. Dat betekent onder andere dat begrotingsbeleid terug benaderd zou worden als een effectief middel of instrument om maatschappelijke doelen te bereiken, eerder dan als een heilig doel op zich.⁵¹ De leer is er dus op gericht om het denken over overheidstekorten, kredietallocatie en de geldhoeveelheid te verschuiven van principes van een deugdelijk financieel beheer die zinrijk zijn voor individuen — bijvoorbeeld het nastreven van een begrotingsevenwicht — naar principes die zinvol zijn voor de totale, geaggregeerde economie.⁵² De theorie pleit er daarom voor om het begrotingsbeleid een actievere rol te laten spelen in het beheer van de economische activiteit, en dat het monetaire beleid bij belangrijke rentebeslissingen meer rekening houdt met de impact van die beslissingen op de houdbaarheid van de overheidsschuld. Gevolg hiervan is dat volledige capaciteitsbenutting en volledige tewerkstelling (opnieuw) het prioritaire doel zouden worden van macro-economisch beleid, terwijl overheidsschuld als de afhankelijke, ondergeschikte variabele zou fungeren.

Contra de vandaag dominante denkwijze tonen J. W. Mason en Arjun Jayadev in een belangrijke paper aan dat een functioneel financieringsregime, zoals hierboven beschreven, zelfs effectiever wordt als instrument om de economie te beheren (en een ‘deugdelijk’ financieringsregime minder effectief) naarmate de schuldgraad van staten hoger ligt. Zij stellen dat de orthodoxe opvatting dat budgettaire beleid moet worden gebruikt om begrotingsruimte te creëren wanneer de schuldgraad hoog ligt, de relatie tussen het begrotingsbeleid en schuld op zijn kop zet. In plaats daarvan stellen ze dat hoe hoger de schuldgraad is, hoe meer de overheid in plaats van de rentevoet een anticyclisch begrotingsbeleid moet gebruiken om het productiepotentieel in de economie te stabiliseren.⁵³ Bovendien is de budgettaire ruimte van staten vandaag groter dan algemeen wordt aangenomen, enerzijds omdat budgettaire stimuleringsmaatregelen, indien gericht, zichzelf grotendeels kunnen terugbetalen, en anderzijds omwille van redenen die hierboven reeds werden aangehaald (cf. *supra*, ‘veilige activa’). Toch blijft de tendens vandaag om buitensporig voorzichtig te zijn in naam van budgettaire verantwoordelijkheid, terwijl de economische groei die voortkomt uit budgettaire stimulering de houdbaarheid van de schuld juist kan verbeteren.⁵⁴

Contextuele bedenkingen

Europa wordt geconfronteerd met een reeks ernstige ecologische, economische en geopolitieke uitdagingen

die elk afzonderlijk, maar zeker in combinatie, een aanzienlijke verhoging in overheidsinvesteringen vereisen. Op papier ontwikkelde de Unie reeds een indrukwekkend regelgevend kader om tegemoet te komen aan enkele van die uitdagingen, maar om de doelstellingen van bijvoorbeeld de ‘Green New Deal’-, ‘Fit for 55’- en ‘RePowerEU’-plannen ook effectief te behalen blijft in praktijk een aanzienlijke opschaling van publieke investeringen nodig. Vanuit dat perspectief bekeken zijn de nieuwe voorgestelde begrotingsregels van de Commissie onverantwoordelijk en hopeloos incoherent: ze vormen een bedreiging voor de investeringen die onontbeerlijk zijn om de klimaatverandering in te perken en andere uitdagingen aan te pakken. Ze gaan ook in tegen de eigen doelstelling van de Commissie om ‘te bewegen naar een “Europa van investeringen” dat door gerichte beleidsmaatregelen de noodzakelijke financiële stromen voor de transitie katalyseert’.⁵⁵ Nochtans dreigt het nalaten van het maken van de nodige kwalitatieve investeringen en het aanpakken van de huidige uitdagingen vandaag sterker te wegen op de schouders van toekomstige generaties dan het aangaan van extra schulden.⁵⁶

De groene financieringskloof

Verskillende instellingen en experts zijn het erover eens dat om de Europese doelstelling van een netto-nuluitstoot van broeikasgassen tegen 2050 te bereiken, een onmiddellijke uitbreiding van de jaarlijkse groene investeringen met ongeveer twee procent van het bbp nodig is.⁵⁷ Het Internationaal Agentschap voor hernieuwbare energie stelt in haar laatste rapport dat er wereldwijd nood zal zijn aan 150.000 miljard dollar extra investeringen om de 1,5°C-doelstelling tegen 2050 te halen (ongeveer 5.000 miljard dollar per jaar), en stelt dat hoewel de wereldwijde investeringen in mogelijke transitietechnologieën een recordhoogte bereikten in 2022, de jaarlijkse investeringen nog steeds meer dan moeten verviervoudigen om op pad te blijven naar een opwarming van ‘slechts’ 1,5°C.⁵⁸ Op Europees niveau wees de Europese Rekenkamer op het feit dat de EU zich voor de begroting van 2021-2027 voorgenomen heeft om zo’n dertig procent van het totale Europese budget te besteden aan klimaatmaatregelen — goed voor ongeveer 87 miljard euro per jaar. Toch komt dit bedrag neer op nog geen tien procent van de totale noodzakelijke investeringen die nodig zijn om de 2030-doelstellingen te halen, geschat op ongeveer duizend miljard euro per jaar, zo stelt de Rekenkamer verder.⁵⁹ De rest van de noodzakelijke fondsen zullen dus geleverd moeten worden door nationale overheden en private investeerders.

Ook in eigen berekeningen erkent de Commissie dat de groene transitie de komende jaren ongekende investeringen zal vergen. In een rapport aan het Parlement en de Europese Raad stelt de Commissie dat er jaarlijks meer dan 620 miljard euro aan extra investeringen nodig zullen zijn om de doelstellingen van de *Green Deal* en het *RepowerEU*-plan te behalen (de ‘*Fit for 55*’-strategie wordt hier dus nog buiten beschouwing gelaten!). Verder erkent de Commissie in hetzelfde rapport dat ook andere strategische investeringen fors zullen moeten toenemen: “het overbruggen van de investeringskloof van de EU voor de digitale transitie zal jaarlijks minstens 125 miljard euro kosten. Het prijskaartje van de nieuwe geopolitieke situatie zal ook hoog zijn: zo zijn de defensie-uitgaven van de lidstaten in 2021 aanzienlijk gestegen tot 214 miljard euro, terwijl tot 2025 extra uitgaven van 75 miljard euro worden voorspeld om de nodige defensiecapaciteiten op te bouwen. Daarnaast zal ook de wederopbouw van Oekraïne de komende tien jaar van alle partners samen 384 miljard euro vergen.”⁶⁰

Het behalen van de klimaatdoelstellingen zal een grote budgettaire inspanning van alle Europese lidstaten vergen.

Tegelijkertijd berekende consulting bureau McKinsey in 2020 — nog voor de historisch scherpe rentestijgingen van de ECB dus een

extra rem zette op groene investeringen — dat minder dan de helft van de investeringen die nodig zijn om een koolstofarme economie in Europa te realiseren, een positief investeringsscenario kennen.⁶¹ Met andere woorden: om die investeringen überhaupt te laten plaatsvinden, laat staan in het tempo dat vereist is, zal overheidsfinanciering noodzakelijk zijn. Het behalen van de gemaakte klimaatinspanningen zal dus ontegensprekelijk een grote budgettaire inspanning van alle Europese lidstaten vergen. Om tijdig de noodzakelijke fondsen te vinden is het cruciaal dat verouderde en inadequate ideeën over budgettaire en fiscale verantwoordelijkheid losgelaten worden. De meeste Europese lidstaten kunnen vandaag nog steeds geld lenen op de schuldenmarkten tegen rentes die vaak onder of rond de 4 procent liggen (cf. *supra* grafiek 1); voor Duitsland ligt die rente zelfs rond de 2,5 procent. De nieuwe begrotingsregels dreigen de toegang tot deze relatief goedkope financieringsbron echter prematuur af te knippen.⁶²

Doodgraver van snelle groene investeringen

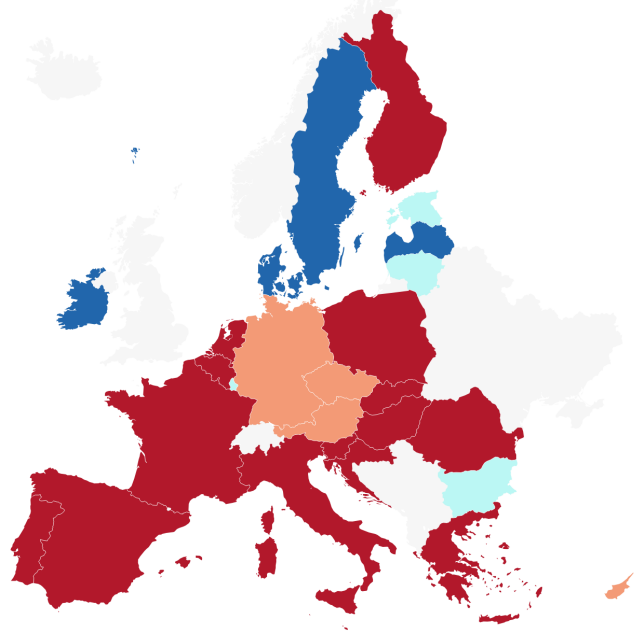
De invoering van de hervormde begrotingsregels zou er dus voor zorgen dat een merendeel van de EU-lidstaten moet bezuinigen op een moment dat ze hun overheidsinvesteringen net fors moeten opschalen om te

kunnen voldoen aan eerder gemaakte klimaatafspraken. Wanneer de hervormde begrotingsregels in de loop van 2024 heringevoerd zouden worden, zullen landen met een begrotingstekort van meer dan drie procent van het bbp dat tekort met minimaal 0,5 procentpunt van het bbp per jaar moeten terugdringen. Ondanks de gemaakte herzieningen blijft een dergelijke regel dus aansturen op snelle bezuinigingen. In 2024 zou deze regel bijvoorbeeld vereisen dat maar liefst 14 lidstaten, samen goed voor zo’n zeventig procent van het totale bbp van de EU, verplicht worden om 45 miljard euro te bezuinigen.⁶³ Voor vier landen — Frankrijk, Italië, Spanje en België — zou zelfs een inspanning van 0,7% van het bnp vereist zijn. Voor acht andere landen zou de vereiste inspanning rond de 0,3% van het bbp liggen, ofwel omdat hun structureel tekort te hoog ligt, ofwel omdat hun overheidsschuld uitkomt boven de 60%-richtlijn.⁶⁴

Zoals hierboven reeds aangegeven zou de 60%-grens ophouden te functioneren als een harde limiet maar wel de basis vormen voor een onderhandeld, meerjarig traject met de Commissie. Die zou op basis van een schuldhoudbaarheidsanalyse (DSA) de aanzet geven tot een geschikt schuld aanpassingstraject en vervolgens de onderhandelingen hierover met de lidstaten openen. Uit (uitgelekte) DSA-simulaties blijkt echter dat voor tien van de vijftien landen met een schuldgraad hoger

Groene investeringsmarge EU-lidstaten

Welke EU-lidstaten kunnen hun uitgaven verhogen met 1%, 2% of 3% van het BBP binnen het Europese begrotingskader en voldoen aan de Europese en internationale klimaatdoelstellingen?



De donkerblauwe landen op de kaart zijn landen die door de Commissie geclassificeerd zijn als landen met een laag schuldenrisico en die bijgevolg in staat om hun uitgaven met 3% van het bbp te verhogen om hogere emissiereductiedoelstellingen te behalen. Lichtblauwe landen hebben een laag schuldenrisico, maar kunnen hun uitgaven slechts met 1 à 2% van het bbp laten stijgen, wat hen in wel nog in staat zou stellen om te voldoen aan de eigen, Europese klimaatdoelstellingen. Oranje landen zouden het label van gemiddeld schuldenrisico ontvangen van de Commissie en zouden daardoor niet meer dan 1% van het bbp extra kunnen uitgeven. Donkerrode landen ten slotte kunnen een uitgavenstijging van 1% niet halen, ofwel omdat ze dan de 3%-tekortlimiet zouden overschrijden, of omdat ze geclassificeerd zijn als landen met een hoog schuldenrisico en hoge schuldgraad en daarom hun uitgaven zullen moeten beperken.

Bron: Mang, S. & Caddick, D. (2023). Beyond the bottom line: How green industrial policy can drive economic change and speed up climate action, New Economics Foundation (NEF) Report, London: NEF. • Gecreëerd met Datawrapper

dan zestig procent de Commissie nu een hogere schuld aanpassing naar voor dreigt te schuiven dan het geval zou zijn geweest onder de oude regels. Terwijl van landen als bijvoorbeeld Italië een kleinere schuld aanpassing gevraagd zou worden, dreigen landen als Portugal of Cyprus maar ook België (zie kader) net een grotere aanpassing te moeten doorvoeren in vergelijking met de oude 1/20^e regel. Voor een aantal landen dreigen de nieuwe begrotingsregels dus strenger uit te vallen dan voorheen.⁶⁵

Met de strikte toepassing van de Maastrichtnormen maakt de EU het zichzelf enorm moeilijk om de klimaatdoelstellingen te halen.

Daarmee staan de begrotingsregels de klimaatdoelstellingen dus rechtstreeks in de weg. Met de strikte limiet van een maximaal begrotingstekort van drie procent (en de ‘zachte’ limiet van zestig procent overheidsschuld) maakt de EU het zichzelf uitermate moeilijk om de eigen klimaatdoelstellingen te halen, laat staan om de strengere 1,5 °C-doelstellingen opgenomen in het Klimaatverdrag van Parijs te behalen. Toch zullen niet alleen landen met een historisch hoge schuldenlast de komende jaren de nodige fiscale slagkracht ontberen om nog de noodzakelijke investeringen te doen. Een recent rapport van de Britse denktank ‘New Economics Foundation’ (NEF) toont bijvoorbeeld aan dat de nieuwe begrotingsregels het merendeel van de Europese lidstaten, op vier na, ervan zouden weerhouden om voldoende te investeren om hun klimaatverplichtingen na te komen en te voldoen aan het streefdoel om de opwarming van de aarde tot 1,5°C te beperken (cf. kaart).

Kader: België, begrotingsregels, en klimaatneutraliteit

België staat voor grote uitdagingen op de weg naar klimaatneutraliteit tegen 2050. De Belgische energiemix blijft immers tot op vandaag sterk afhankelijk van fossiele brandstoffen. De omslag naar koolstofarme alternatieven en andere acties om de emissiereductiedoelstellingen te halen zullen dus noodgedwongen een grote impact hebben op alle sectoren — van elektriciteit, industrie en transport tot woningen en commerciële gebouwen. Uit een recente analyse van McKinsey blijkt dat de noodzakelijke transitie tegen 2050 ongeveer 415 miljard euro aan bijkomende cumulatieve investeringen zal vergen (wat overeenstemt met ongeveer twee tot drie procent van het Belgische bbp per jaar), waarvan ongeveer de helft zou moeten gaan naar de renovatie en het koolstofvrij maken van het particuliere gebouwenbestand. Bovendien zou maar liefst veertig procent van de noodzakelijke investeringen — zo’n 165 miljard euro — vóór 2030 moet gebeuren om te slagen in het opzet.⁶⁶

Het behalen van klimaatneutraliteit tegen 2050 wordt in het Belgische geval nog verder bemoeilijkt door de verplichtingen die de nieuwe begrotingsregels zouden opleggen aan de Belgische overheid inzake schuldaanbouw en het beperken van begrotingstekorten. Zoals reeds aangegeven belooft het nieuwe begrotingskader, dat gebaseerd is op een schuldhoudbaarheidsanalyse (DSA) door de Commissie, des te veeleisender te zijn voor lidstaten met een ongunstige startpositie (hoog aanvankelijk overheidstekort, blootstelling aan stijgende rentevoeten in combinatie met een hoge schuld, hoge budgettaire kosten door de verwachte vergrijzing en een aanzienlijke volatiliteit in de determinanten van de dynamiek van de schuldgraad, ...), en die ingeschaald worden als hoog risicovol door diezelfde Commissie. België valt in deze categorie. Gevolg is dat de nieuwe begrotingsregels voor België net veeleisender zullen zijn dan het vorige kader dat, op basis van de 1/20^e regel, een jaarlijkse verbetering van het structureel saldo met 0,6 % voorschreef.

Uit voorlopige simulaties blijkt immers dat de vereiste budgettaire aanpassing voor België mogelijks zou oplopen tot vier procent van het bbp voor een periode van vier jaar (d.w.z. één procent extra aanpassing per jaar gedurende vier jaar), en tot 4,8 % van het bbp voor een periode van zeven jaar (d.w.z. 0,7 % extra aanpassing per jaar gedurende zeven jaar).⁶⁷ Het verkrijgen van een aanpassingsperiode van zeven jaar in plaats van vier jaar is echter conditioneel op het doorvoeren van enkele structurele hervormingen en investeringen die de Commissie bestempelt als gunstig voor de economische groei en de houdbaarheid van de schuld.

Afname in publieke investeringen

De spagaat tussen de Europese klimaatbeloftes en het strenge begrotingsbeleid wordt nog vergroot doordat politici bij bezuinigingen steeds de voorkeur blijken te geven aan het terugdraaien van geplande langetermijn-investeringen. In recent onderzoek ontwikkelden onderzoekers verbonden aan de Universiteit van Münster en de Duitse denktank Fiscal Future en Dezernat Zukunft een economisch basismodel waaruit bleek dat een verhoging van de strengheidsindex voor begrotingsregels met één standaarddeviatie de totale overheidsuitgaven met maximaal 1,28 procent deed teruglopen, terwijl publieke investeringen met meer dan 4,41 procent afnamen.⁶⁸ Dit doet hen besluiten dat strengere begrotingsregels een ‘desinvesteringvoorkeur’ dreigen te introduceren. Er zijn verschillende redenen te geven waarom publieke investeringen het sterkst te lijden hebben onder bezuinigingstrategieën. Ten eerste leggen jongere generaties in vergrijzende samenlevingen minder electoraal gewicht in de weegschaal, waardoor politici meer geneigd zullen zijn de belangen van oudere keizers veilig te stellen.⁶⁹ Ten tweede benadelen be-

grotingsregels investeringen door de volledige kost als een lopende uitgave in het hier en nu te beschouwen, terwijl de voordelen van de investering die kost over een langere termijn (deels) zou kunnen terugverdienen. Investerings impliceren immers ook toekomstig opbrengsten. Een basisboekhoudkundige logica zou daarom toestaan dat de kost van investeringen gespreid wordt over de looptijd van de opbrengsten.⁷⁰

Het feit dat net publieke en groene investeringen het slachtoffer dreigen te worden van de nieuwe begrotingsregels is uitermate wrang.

Het feit dat net publieke investeringen, en groene investeringen in het bijzonder, het grote slachtoffer dreigen te worden van de nieuwe begrotingsregels is

bijzonder wrang, aangezien groene uitgaven een uitzonderlijk groot multiplicatoreffect kennen in vergelijking met andere investeringen. In recent IMF-onderzoek werd de hoogte van de multiplicatoreffecten van groene investeringen ingeschaald als liggend tussen de 1,1 en 1,5, terwijl die van niet-duurzame investeringen in fossiele energie slechts tussen de 0,5 en 0,6 zouden liggen.⁷¹ Dit betekent dat elke euro (particulier en publiek) die wordt uitgegeven aan groene investeringen meer dan een euro aan economische activiteit voortbrengt. De totale toename van het bbp zou dus groter zijn dan de oorspronkelijke som die besteed wordt aan groene uitgaven. Met andere woorden: extra groene investeringen zouden zichzelf niet alleen terugverdienen maar tezelfdertijd op termijn ook de schuldgraadpositie van de investerende lidstaten verbeteren.

Naar nieuwe macro-economische divergenties?

De nieuwe regels, en de beperkingen die ze opleggen inzake begrotingstekorten en het aangaan van nieuwe schuldfinanciering, maken dat regeringen hun schuldgraad in economisch en politiek uitdagende tijden artificieel laag zullen moeten houden, met een reeks negatieve consequenties tot gevolg.

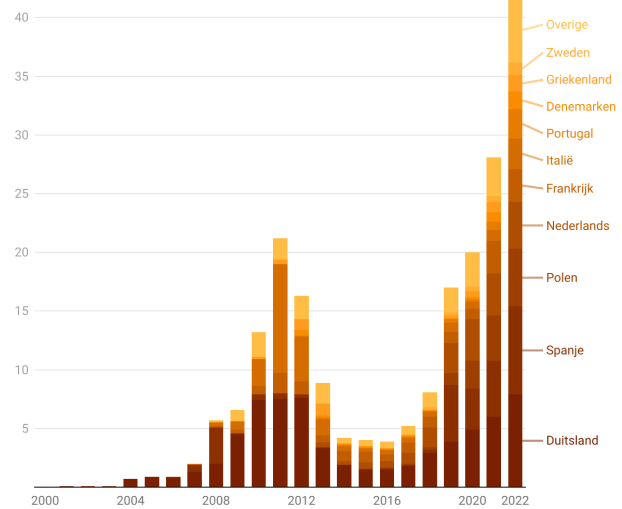
Wat vandaag nog steeds ontbreekt, is coherentie tussen de klimaatambities van de EU en haar begrotingsbeleid.

Ten eerste zal de herintroductie van de vernieuwde begrotingsregels zorgen voor een reeks nieuwe bezuinigingsrondes net op

het moment dat de EU de publieke investeringen versneld moet opschalen zodat een snelle omslag naar een koolstofneutrale economie mogelijk blijft. Door het invoeren van de regels in hun huidige vorm dreigen we echter dezelfde fout te maken als in de nasleep van de financiële crisis, toen investeringen in groene technologie in verscheidene Europese lidstaten fors terugliepen (cf. grafiek 2). Het gebrek aan investeringen in het

Grafiek 2: Nieuw geïnstalleerde capaciteit zonnepalen

Evolutie van de capaciteit aan nieuw geïnstalleerde zonnepanelen (in GW) in de EU.



Grafiek: Denktank Minerva / SolarPower Europe • Bron: SolarPower Europe (2022), EU Market Outlook For Solar Power 2022 - 2026 • Gecreëerd met Datawrapper

verleden heeft de EU geopolitiek sterk afhankelijk gemaakt van autoritaire regimes voor haar energievoorziening; we dreigen die fout vandaag opnieuw te maken.⁷² Wat vandaag dus nog steeds ontbreekt is een mate van coherentie tussen de klimaatambitie van de EU enerzijds en de manier waarop de Unie haar begrotingsmiddelen aanwendt anderzijds.⁷³ In het licht van de gemaakte klimaatafspraken is het noodzakelijk dat de lidstaten ook de financiële ruimte krijgen om hun verantwoordelijkheden na te komen. Als groene publieke overheidsuitgaven in de komende jaren niet substantieel verhoogd worden, bestaat het risico dat de EU haar klimaatdoelstellingen niet haalt, terwijl schade aan het klimaat onomkeerbaar is.

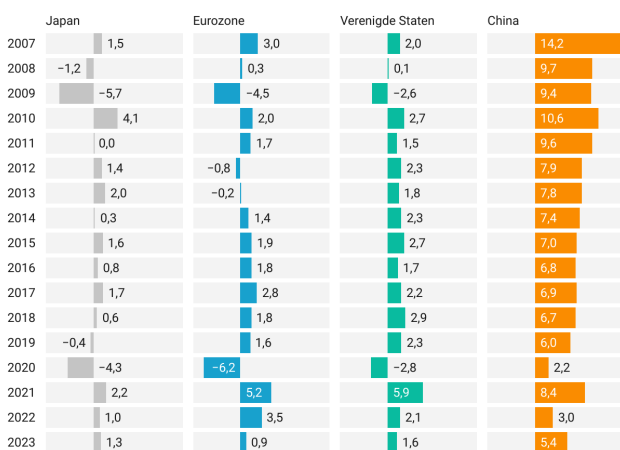
Ten tweede zullen de nieuwe begrotingsregels de toegang voor lidstaten tot schuldfinanciering in ongelijke mate beperken. Sommige lidstaten zullen harder moeten besparen dan andere en aan hun investeringsbehoeften moeten verzaken. Bepaalde landen dreigen bijgevolg achterop te raken in vergelijking met lidstaten die wel nog voldoende overheidssteun kunnen bieden om hun transitie versneld in te zetten. Op die manier dreigen de regels de economische verschillen tussen lidstaten verder uit te vergoten en nieuwe economische divergenties in het leven te roepen. Omdat niet alle EU-landen over dezelfde fiscale capaciteit zullen beschikken om hun huishoudens en bedrijven te ondersteunen in de omslag naar nieuwe en groenere technologieën, dreigt er met andere woorden een transitie met 'twee snelheden' te ontstaan. Het verschil in beschikbare begrotingsruimte kan dan leiden tot grotere economische verschillen en fragmentatie van de interne markt, tenzij de Europese coördinatie en aanvullende

investeringen uit Europese fondsen of Euro-obligaties aanzienlijk worden opgeschaald.⁷⁴

Niet alleen intern maar ook extern dreigen de economische divergenties zich onder invloed van de begrotingsregels verder uit te diepen. Vanwege de uitgavenbeperkingen die de regels opleggen dreigt Europa achterop te raken in vergelijking met andere economische actoren die wel nog uitgebreid gebruik zullen kunnen maken van schuldfinanciering. Naar verwachting zal de Eurozone in 2027 bijna de helft minder lenen (in procent van het bbp) dan andere G20-landen en minder dan een vijfde van wat China zou ontlenen om zijn industrieel beleid verder vorm te geven.⁷⁵ De Verenigde Staten kennen vandaag een schuldgraad van 123% en zullen voor de periode 2023-2027 een constant tekort van meer dan drie procent van het bbp hebben. Zelfs Japan, dat met 255% de hoogste schuldgraad van de geavanceerde economieën kent, kondigde recent een gigantisch stimuleringsprogramma aan waarmee het onder meer in strategische interessante technologieën en sectoren wil investeren.⁷⁶ Terwijl de voorbije jaren de economische groei in de Eurozone al achterliep op de groei die andere economische grootmachten optekenden (cf. grafiek 3), dreigt de Eurozone zich met de nieuwe begrotingsregels dus nog een extra beperking op te leggen ten opzichte van economische concurrenten die wel de kaart trekken van forse publieke investeringen in strategische infrastructuur en technologie.

Grafiek 3: Economische groei sinds de Financiële Crisis

Economische groei (procent bbp) in de Eurozone, Japan, de Verenigde Staten en China sinds de Grote Financiële Crisis



Grafiek: Denktank Minerva • Bron: OECD (2023), Real GDP forecast (indicator). doi: 10.1787/1f84150b-en • Gecreëerd met Datawrapper

Ten slotte dreigen de regels, net als tijdens de vorige (financiële) crisis, datgene wat ze hopen te vermijden — een nieuwe schuldencrisis — net dichterbij te brengen. Als meerdere lidstaten tegelijkertijd gedwongen worden over te schakelen op bezuinigen, ontstaan er immers *spillover*-effecten die de collectieve economische

groei ondermijnen en het groeipotentieel aantasten. Hierdoor lopen de regels het risico de schuldenproblematiek in de Eurozone net verder uit te diepen en te verbreden.

Conclusies

De nieuwe begrotingsregels hebben de verdienste dat ze afstappen van een uniforme *'one size-fits-all'*-benadering en plaats maken voor een meer landenspecifieke benadering van schuldreductie. Toch betekenen ze geen kentering met het verleden, voornamelijk omdat de nieuwe regels prominent blijven verder bouwen op de mythische maar artificiële 'Maastrichtnormen' (max. zestig procent schuldgraad en drie procent begrotings-tekort). Bij de herinvoering van het Stabiliteits- en Groeipact in 2024 dreigen daarmee zowel oude problemen als een nieuwe uitdagingen de kop op te steken.

Ten eerste vormen de nieuwe regels een ferme barrière voor snelle klimaatactie en het doorvoeren van de benodigde groene investeringen; ondanks de ambitieuze maar noodzakelijke doelstellingen voor klimaat en hernieuwbare energie die de Unie de voorbije jaren vooropstelde, dreigen die aspiraties nu ondergeschikt gemaakt te worden aan het hiërarchische principe van schuldreductie. Toch blijven grootschalige staatsinvesteringen broodnodig om ons op koers te houden naar een koolstofneutrale economie.

Ten tweede bestaat er een reëel risico dat de nieuwe begrotingsregels zullen zorgen voor nieuwe macro-economische divergenties, en dat zowel intern als extern. Intern in de EU dreigen staten in een minder gunstige vertrekpositie hopeloos achterop te raken ten opzichte van staten die wel de nodige fondsen kunnen vrijmaken voor een groen en gericht industrieel beleid, waardoor een transitie in twee snelheden dreigt te ontstaan. Dit verhoogt het risico op een fragmentatie van de Europese interne markt. Extern dreigen de verschillen met geopolitieke concurrenten die in hun groeimodel wel sterk leunen op staatsgeleide investeringen dan weer nog verder uitgediept te worden. En dat terwijl ook in de afgelopen decennia de economische groei in de Eurozone al achterophinkte. De herinvoering van de regels zal er verder toe leiden dat minstens veertien landen tegelijkertijd de broeksriem moeten aanhalen. Vanwege effecten op de geaggregeerde vraag in het hele Eurogebied dreigen die collectieve bezuinigingen ook een rem te gaan vormen op het groeipotentieel van de overige Europese lidstaten. Op die manier dreigt de oplossing van vandaag — versnelde schuldafbouw — de zwakte van morgen te zullen worden.

Ten derde luidt het argument steeds dat strenge en prudente begrotingsregels noodzakelijk zijn om voldoende budgettaire ruimte vrij te maken voor nieuwe crisissituaties. Daarbij wordt echter voorbijgegaan aan het feit dat de voorbije crisissen nog niet volledig achter ons liggen en we ons in 2024 ook nog steeds in een klimaatcrisis zullen bevinden. Onder het mom van dat argument zal desalniettemin aangedragen worden dat lidstaten zich bepaalde uitgaven niet meer kunnen veroorloven. Maar het moet duidelijk zijn dat de afweging of bepaalde zaken al dan niet te veroorloven zijn in essentie een beleidskeuze is, niet het gevolg van een economische wetmatigheid. Om het in de treffende woorden van Adam Tooze te stellen: ‘vragen over financiën en “betaalbaarheid” zijn secundaire, organisatorische en technische zaken. Ze zijn beperkt tot juridische en boekhoudkundige kwesties. Deze zijn niet triviaal en

hebben mogelijk verstrekkende institutionele consequenties. Maar ze zijn kneedbaar.⁷⁷

Het huidige Europese macro-economische regime met zijn sterke nadruk op een begroting in evenwicht is ongeschikt om de vele uitdagingen die de overlappende crisissen opwerpen het hoofd te bieden. En dat is in belangrijke mate zo omdat beleidsmakers de moed en openheid ontberen om bepaalde achterhaalde denkpatronen en voorkeuren fundamentele vraag te stellen. Wat nodig is, is een meer alomvattende aanpassing van de begrotingsregels, wat bovenal een nieuw (macro-)economisch paradigma vereist. De leidraad daarbij moet zijn dat de toekomst niet zal zijn als het verleden en dat de instrumenten van het verleden misschien niet geschikt zijn voor de toekomst.⁷⁸

Eindnoten

- 1 Tooze, A., (2022). *Welcome to the world of the polycrisis*, FT Opinion, 28 Oktober 2022; Thompson, H., 2022, *Disorder. Hard Times in the 21st Century*, Oxford: Oxford University Press.
- 2 IPCC (2023). *Climate Change 2023: Synthesis Report. Contribution of Working Groups I, II and III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change*, IPCC, Geneva, Switzerland.
- 3 Greentervention (2023). "European Fiscal Rules: The Proposal of the European Commission Tested for 2024!" (19 June), *Greentervention* blog.
- 4 ETUC (2023). EU Rules Require €45 Billion In Spending Cuts Next Year, Press release, 24.05.2023.
- 5 Chazan, G. (2023). How Germany's 'debt brake' broke the budget, *Financial Times*; Bofinger, P. (2023). Germany's true economic disease, *Social Europe*, 9 October 2023.
- 6 White House (2022). FACT SHEET: CHIPS and Science Act Will Lower Costs, Create Jobs, Strengthen Supply Chains, and Counter China, Press briefing, August 09, 2022; S&P Global (2022). Inflation Reduction Act: Landmark Legislation supercharges US clean energy effort, October, 19 2022..
- 7 Ricardo Duque, G., Klein, M & Pessoa, A.S. (2022). The Political Costs of Austerity
- 8 Matthijs, M., & Blyth, M. (2018). When Is It Rational to Learn the Wrong Lessons? Technocratic Authority, Social Learning, and Euro Fragility, *Perspectives on Politics*, 16(1), 110-126.
- 9 European Commission (2020). Communication from the Commission to the Council on the activation of the general escape clause of the Stability and Growth Pact, COM(2020) 123 final, 20 march 2020.
- 10 Arnold, N. *et al.* (2022). Reforming the EU Fiscal Framework: Strengthening the Fiscal Rules and Institutions, IMF Departmental Paper, Washington: IMF; Darvas, Z., Martin, P. & Ragot, X. (2018), "European Fiscal Rules Require a Major Overhaul", Policy Contribution 18/2018, Bruegel.
- 11 European Commission (2023). Proposal for a regulation: New economic governance rules fit for the future, 26 April 2023
- 12 European Commission, (2023). Commission proposes new economic governance rules fit for the future, Press Release, 26 April 2023.
- 13 Gaspar, V. & Buti, M. (2021). Maastricht values, *VoxEU column*, 8 Jul 2021
- 14 Blanchard O. (2019). Public debt and low interest rates, *American Economic Review*, 109 (4), 1197–1229. Zie ook: Heimberger, P. (2023). Public debt and r-g risks in advanced economies: Eurozone versus stand-alone, *Journal of International Money and Finance*, 136, 102877.
- 15 Zie: Furman, J. & Summers L.H. (2020). "A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates". Working Paper, Brookings Institution
- 16 Suttor-Sorel, L. (2023). *The Debts We Need: Reinforcing Debt Sustainability with Future-Oriented Fiscal Rules*, Finance Watch Report; Zwart, S., (2022), "How much is too much? Assessing the non-linear relationship between debt and sovereign creditworthiness", European Investment Bank.
- 17 IMF (2023). General government gross debt, World Economic Outlook 2023 Datasets.
- 18 Blanchard, O., Leandro, A., Zettelmeyer, J. (2021). Redesigning EU fiscal rules: from rules to standards, *Economic Policy*, 36(106), 195–236.
- 19 Wyplosz, C. (2011). "Debt Sustainability Assessment: Mission Impossible," *Review of Economics and Institutions*, vol. 2 (3), 1-37; Heimberger P. (2023). Debt sustainability analysis as an anchor in EU fiscal rules: An assessment of the European Commission's reform orientations, In-depth analysis requested by the ECON committee, Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies PE 741.504, March 2023.
- 20 Knight, F.H. (1921). *Risk, Uncertainty, and Profit*, Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company.
- 21 IMF (2023). *World Economic Outlook*, International Monetary Fund. Cf. hoofdstuk 2, p. 46: "...as inflation returns to target, the effective lower bound on interest rates may become binding again."
- 22 Heimberger P. (2023). Debt sustainability analysis as an anchor in EU fiscal rules: An assessment of the European Commission's reform orientations, In-depth analysis requested by the ECON committee, Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies PE; Lindner, J. & Redeker, N. (2023). "It's the politics, stupid" – don't squander this golden opportunity for reforming the fiscal rules, Hertie School – Jacques Delors Centre Policy Brief, 27 March 2023.
- 23 Bouabdallah, *et al.* (2017). Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework, ECB Occasional Paper series No 185/ April 2017; zie ook: Van Dijk, J., Schuster, F. Sigl-Glöckner, P. & Ziesemer, V. (2022). *Building on the proposal by the EU-Commission for reforming the Stability and Growth Pact*, Dezernat Zukunft & Instituut voor Publieke Economie.
- 24 Efstathiou, K. (2019). *The campaign against 'nonsense' output gaps*, Bruegel Blog Post, 17 June 2019; Heimberger, P. (2020). Potential Output, EU Fiscal Surveillance and the COVID-19 Shock, *Intereconomics*, 55, 167–174; Sandbu, M. (2019). The danger of 'nonsense output gaps', *Financial Times*, June 13th 2019.
- 25 Fatás, A. (2019). Fiscal Policy, Potential Output, and the Shifting Goalposts, *IMF Econ Rev* 67, 684–702.

- 26 Heimberger, P. & Kapeller, J. (2017). The performativity of potential output: Pro-cyclicality and path dependency in coordinating European fiscal policies, *Review of International Political Economy*, 24(5), 904-928; Heimberger, P., Huber, J. & Kapeller, J. (2020). The power of economic models: the case of the EU's fiscal regulation framework, *Socio-Economic Review*, 18(2), 337-366.
- 27 MacKenzie, D., Muniesa, F., & Siu, L. (eds.). (2007). *Do Economists Make Markets?: On the Performativity of Economics*, Princeton University Press.
- 28 Bini Smaghi, L., Padoa-Schioppa, T. & Papadia, F. (1994). The Transition to EMU in the Maastricht Treaty. *Princeton Essays in International Finance* No. 194, November.
- 29 Blanchard, O., Leandro, A., Zettelmeyer, J. (2021). Redesigning EU fiscal rules: from rules to standards, *Economic Policy*, 36(106), 195-236.
- 30 IMF (2021). *Why public assets are key to debt sustainability: a moral goal*, IMF Public Finance Management Blog, April 19th 2021; Poppel-Srebrny, J. (2018). *Government borrowing cost and balance sheets: do assets matter?*, University of Oxford; Yousefi, R. (2019). *Public sector balance sheet strength and the macro economy*, IMF Working Paper No. 2019/70.
- 31 Voor een overzicht, cf. Ramey, Valerie A. 2011. "Can Government Purchases Stimulate the Economy?" *Journal of Economic Literature*, 49 (3): 673-85.
- 32 Blanchard, O. & Leigh, D. (2013). "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers." *American Economic Review*, 103 (3): 117-20. ; Fatás, A. and L.H Summers (2015), "The Permanent Effects of Fiscal Consolidations", *CEPR Discussion Paper* 10902.
- 33 Guarascio, D., Heimberger, P. & Zezza, F. (2023). *The Euro Area's Achilles Heel: Reassessing Italy's Long Decline in the Context of European Integration and Globalisation*, Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche (WIW) Research Report 470, July 2023; Heimberger, P. & Krowall, N. (2020). *Seven 'surprising' facts about the Italian economy*, Social Europe, 25th June 2020; Krahé, M. (2023). *Understanding Italy's Stagnation*, Dezernat Zukunft Background Paper, 13 February 2023; Storm, S. (2019). *Lost in deflation: Why Italy's woes are a warning to the whole Eurozone*, Institute for New Economic Thinking (INET) Working Paper No. 94, April 5th, 2019.
- 34 IMF (2023). *World Economic Outlook: A Rocky Recovery*, April 2023, Chapter 3: Coming Down to Earth: How to Tackle Soaring Public Debt, Washington: IMF; zie ook: Ando, S, P Mishra, N Patel, A Peralta-Alva and A Presbitero (2023), 'Fiscal Consolidation and Public Debt', *CEPR Discussion Paper* No. 18548. CEPR Press, Paris & London.
- 35 Balasundharam et al. (2023). 'Fiscal Consolidation: Taking Stock of Success Factors, Impact, and Design', IMF-Working Paper No. 23/63.
- 36 Caballero, R., Farhi, E. & Gourinchas, P.O. (2017). "The Safe Assets Shortage Conundrum." *Journal of Economic Perspectives*, 31 (3): 29-46.
- 37 Gabor, D. (2016). The (impossible) repo trinity: the political economy of repo markets, *Review of International Political Economy*, 23:6, 967-1000; Gabor D. & Ban C (2016) Banking on bonds: The new links between states and markets. *Journal of Common Market Studies*, 54(3): 617-635.
- 38 Caballero, R., Farhi, E. & Gourinchas, P.O. (2016), "Safe Asset Scarcity and Aggregate Demand", *American Economic Review*, 106 (5), 513-18; Gourinchas P. & Jeanne, O. (2012) *Global safe assets*. Paper presented at the 11th BIS Annual Conference, 22 June; Vermeiren, M. (2019). Meeting the world's demand for safe assets? Macroeconomic policy and the international status of the euro after the crisis. *European Journal of International Relations*, 25(1), 30-60.
- 39 Davies, G. (2020). The safe-asset shortage after Covid-19, *Financial Times*, June 28 2020.
- 40 Arslanalp, S. & Eichengreen, B. (2023). *Living with High Public Debt*, Paper Presented at the 2023 Jackson Hole Economic Policy Symposium "Structural Shifts in the Global Economy," Aug. 24-26.
- 41 Mason, J.W. (2020). *Preventing Another Lost Decade: Why Large Federal Deficits Should Be Welcomed, Not Feared, in Today's Economy*, Roosevelt Institute Brief, New York: Roosevelt Institute.
- 42 Bank Of international Settlements (BIS) (2023). *BIS Annual Economic Report 2023, Chapter II: Monetary and fiscal policy: safeguarding stability and trust*, BIS: Basel.
- 43 De Grauwe, P. (2011). *The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?*, CESifo Working Paper Series 3569; De Grauwe, P. (2011). "The Governance of a Fragile Eurozone", *Economic Policy*, CEPS Working Documents.
- 44 Bateman, W. & van 't Klooster, J. (2023). The dysfunctional taboo: monetary financing at the Bank of England, the Federal Reserve, and the European Central Bank, *Review of International Political Economy*, DOI: 10.1080/09692290.2023.2205656.
- 45 ECB. (2020). ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) [Press Release], 18 March, European Central Bank.
- 46 ECB. (2022). The Transmission Protection Instrument [Press Release], July 21, European Central Bank.
- 47 Bateman, W. & van 't Klooster, J. (2023). The dysfunctional taboo: monetary financing at the Bank of England, the Federal Reserve, and the European Central Bank, *Review of International Political Economy*, DOI: 10.1080/09692290.2023.2205656. ; Gabor, D. (2021). *Revolution without revolutionaries: Interrogating the return of monetary financing*, Transformative Responses to the Crisis Working Paper, Berlin: Fianzwende and Heinrich-Böll-Foundation.
- 48 Kirsanova, T., Leith, C. and Wren-Lewis, S. (2009), Monetary and Fiscal Policy Interaction: The Current Consensus Assignment in the Light of Recent Developments, *The Economic Journal*, 119: F482-F496.

- 49 Sigl-Glückner, P. et al. (2021). *A New Fiscal Policy for Germany*, Berlin: Dezernat Zukunft: Institute for Macrofinance.
- 50 Jackson, A., Jackson, T. & van Lerven, F. (2022). *Beyond the Debt Controversy—Re-framing fiscal and monetary policy for a post-pandemic era*, CUSP Working Paper No. 31. Guildford: Centre for the Understanding of Sustainable Prosperity.
- 51 Lerner, A. P. (1943). Functional Finance and the Federal Debt, *Social Research*, 10(1), 38–51; zie ook: Blanchard, O., Leandro, A., Zettelmeyer, J. (2021). Redesigning EU fiscal rules: from rules to standards, *Economic Policy*, 36(106), 195–236; Heimberger P. (2023). *Debt sustainability analysis as an anchor in EU fiscal rules: An assessment of the European Commission's reform orientations*, In-depth analysis requested by the ECON committee, Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies PE.
- 52 Durlauf, S.N. & Blume, L.E. (2008). *The New Palgrave Dictionary of Economics, Vol. 1–8*, 2nd Edition, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- 53 Mason, J.W. & Jayadev, A. (2018). A comparison of monetary and fiscal policy interaction under ‘sound’ and ‘functional’ finance regimes, *Metroeconomica*, 69, 488–508; zie ook: Eichacker, N. (2023) Government spending with increasing risk: sovereign debt, liquidity preference, and the fiscal-monetary nexus, *Journal of Post Keynesian Economics*, 46:4, 612–635; Kirsanova, T. & Wren-Lewis, S. (2012), Optimal Fiscal Feedback on Debt in an Economy with Nominal Rigidities, *The Economic Journal*, 122, 238–264.
- 54 Furman, J. (2016). The New View of fiscal policy and its application, *VoxEU column*, 2 Nov 2016.
- 55 European Commission (2023). 2023 Strategic Foresight Report: sustainability and wellbeing at the heart of Europe’s Open Strategic Autonomy, Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, COM(2023) 376, Brussels, 6 July 2023.
- 56 Suttor-Sorel, L. (2023). *The Debts We Need: Reinforcing Debt Sustainability with Future-Oriented Fiscal Rules*, Finance Watch Report.
- 57 Darvas, Z. and G. Wolff (2021) ‘A green fiscal pact: climate investment in times of budget consolidation’, *Policy Contribution 18/2021*, Bruegel; IEA (2022), *World Energy Outlook 2022*, IEA, Paris; IPCC (2023). *Synthesis Report Climate Change 2023*, Geneva: Intergovernmental Panel on Climate Change.
- 58 IRENA (2023). *World Energy Transitions Outlook 2023: 1.5°C Pathway*, Masdar City: IRENA, June 2023.
- 59 European Court of Auditors (2023). EU climate and energy targets: 2020 targets achieved, but little indication that actions to reach the 2030 targets will be sufficient, Special Report, Luxemburg: European Court of Auditors.
- 60 European Commission (2023). 2023 Strategic Foresight Report: sustainability and wellbeing at the heart of Europe’s Open Strategic Autonomy, Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, COM(2023) 376, Brussels, 6 July 2023.
- 61 McKinsey & Company (2020). Net-Zero Europe: Decarbonization pathways and socioeconomic implications, *McKinsey Sustainability Report*, pagina 33.
- 62 Mackenzie, K. & Sahay, T. (2023). Carbon Budget versus Fiscal Budget, *Phenomenal world – the Polycrisis*, June 29, 2023.
- 63 ETUC (2023). EU Rules Require €45 Billion In Spending Cuts Next Year, Press release, 24 May 2023.
- 64 Greentervention (2023). “European Fiscal Rules: The Proposal of the European Commission Tested for 2024!” (19 June), *Greentervention* blog
- 65 Mang, S. & Caddick, D. (2023). *New EU fiscal rules jeopardise investment needed to combat climate crisis: Limits will hit poor countries the hardest*, New Economics Foundation Blogpost, 31 August 2023, London: NEF.
- 66 Mckinsey & Company (2023). *Net zero or growth? How Belgium can have both*, Report, June 2023.
- 67 Denil, F., Frogneux, V. & Saintrain, M. (2023). *Nouveau cadre budgétaire proposé par la Commission européenne : quelle trajectoire pour les finances publiques belges ?*, RAPPORT 12769 (C1.001), Brussel: Bureau Fédéral du Plan.
- 68 Mühlenweg, L. & Gerling, L. (2023). *Do fiscal rules reduce public investment? Evidence from European regions*, CIW Discussion Paper, No. 1/2023, Westfälische Wilhelms-Universität Münster, Centrum für Interdisziplinäre Wirtschaftsforschung (CIW), Münster.
- 69 Darvas, Z. and G. Wolff (2021) ‘A green fiscal pact: climate investment in times of budget consolidation’, *Policy Contribution 18/2021*, Bruegel.
- 70 Blanchard, O. and F. Giavazzi (2004) ‘Improving the SGP through a proper accounting of public investment’, CEPR Discussion Paper No. 4220, London: Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- 71 Batini et al. (2023). *Building Back Better: How Big Are Green Spending Multipliers?*, IMF Working Paper, WP/21/87, IMF: Washington.
- 72 Schnabel, I. (2022). *A new age of energy inflation – climateflation, fossilflation and greenflation*, Speech by Ms Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the European Central Bank, at a panel on “Monetary policy and climate change” at “The ECB and Its Watchers XXII” Conference, Frankfurt am Main, 17 March 2022.
- 73 Messad, P. & Bourgerie-Gonse, T. (2023). EU lacks funding to match its climate ambition, warns top French advisor, *Euractive*, 25 July 2023.
- 74 Makaroff, N. & Kalcher, L. (2023). *A new Compass is needed for a Strategic Europe*, Strategic Perspectives Position Paper, 23 Octobre 2023.
- 75 Mang, S. & Caddick, D. (2023). *Beyond the bottom line: How green industrial policy can drive economic change and speed up climate action*, New Economics Foundation (NEF) Report, London: NEF.
- 76 Kihara, L. & Takemoto, Y. (2023). Japan compiles \$113 billion package to cushion inflation, *Macro Matters*, *Reuters*, November 2, 2023.
- 77 Tooze, A. (2023). How America can pay for “two wars” at once, *Chartbook #246*.
- 78 Blyth, M. (2023). Maybe a fiscal crisis is what you make of it? Two cheers for Colin Hay’s ‘New Orleans Effect’, *Renewal*, October 4, 2023.

Hielke Van Doorslaer is wetenschappelijk medewerker bij Denktank Minerva.

Denktank Minerva is een onafhankelijke denktank binnen de brede progressieve beweging. Met scherpe opinies en sterke, onderbouwde studies wil Minerva de progressieve stem doen weerklinken in het maatschappelijke debat. Denktank Minerva houdt bestaande denkwijzen tegen het licht, en toont dat er concrete, haalbare, en wenselijke alternatieven zijn.

www.denktankminerva.be
info@denktankminerva.be
[@DenktankMinerva](https://twitter.com/DenktankMinerva)

