



# Ankers voor begrotingsbeleid; een literatuuroverzicht

Goed begrotingsbeleid dient verschillende doelen. Het ondersteunt de economie, houdt rekening met de balans tussen verschillende generaties (inclusief de toekomstige) en voorkomt dat financiële markten de geloofwaardigheid van het beleid in twijfel gaan trekken. Daarnaast anticipeert goed begrotingsbeleid op de voortgaande vergrijzing van de bevolking en biedt het ruimte voor noodzakelijke investeringen in de toekomst onder meer door klimaatverandering.

Deze publicatie beschrijft en vergelijkt verschillende begrotingsvariabelen die in de literatuur worden genoemd als anker voor begrotingsbeleid. Het gaat onder meer om overheidsschuld, het houdbaarheidssaldo, het feitelijke, het structurele en het primaire saldo.

CPB - september 2023

Romain Rey, Erdem Tiras, Joris van Toor,  
Ed Westerhout

# Samenvatting en conclusies

**Deze notitie brengt in kaart welke begrotingsankers en -regels in omloop zijn.** Begrotingsbeleid wordt doorgaans geformuleerd in de vorm van een anker en bijbehorende regels: een norm voor een bepaalde begrotingsvariabele, gekoppeld aan een operationalisering hoe de norm moet worden bereikt. In de zoektocht naar een geschikt anker voor het Nederlandse begrotingsbeleid – geëntameerd door de vorige Studiegroep Begrotingsbeleid – brengt deze notitie in kaart welke ankers en regels in de literatuur worden voorgesteld of in de praktijk worden gehanteerd.

**We beoordelen de verschillende ankers aan de hand van de doelen van begrotingsbeleid en enkele praktische aspecten.** Om de bruikbaarheid van de verschillende ankers te beoordelen, leggen we deze naast de traditionele doelen van begrotingsbeleid: het borgen van financiële houdbaarheid, het stabiliseren van de conjunctuur en het bereiken van een evenwichtige verdeling van lasten tussen generaties. Daarnaast beoordelen we de ankers op praktische aspecten: zoals eenvoud en eenduidigheid.

**Verskillende ankers dienen verschillende begrotingsdoelen.** De verschillende doelen voor begrotingsbeleid kunnen in de praktijk met elkaar conflicteren. Niet verrassend is dat er dan ook niet één anker dat als ‘winnaar’ uit de bus komt. Dit impliceert dat een keuze voor een bepaald begrotingsanker ten principale een politieke keuze is, die weerspiegelt welk belang aan de verschillende doelstellingen wordt gegeven: toon mij uw anker, en ik zeg u wie u bent.

- Wie **financiële houdbaarheid** voorop stelt, zal zich aangetrokken voelen tot een schuldnorm. Afhankelijk van de operationalisering (strengere norm, frequente updates) kan dit anker procyclisch uitpakken. Een schuldnorm draagt niet per se bij aan een evenwichtige intergenerationele verdeling. Schuldnormen zijn eenvoudig, maar de rigiditeit kan de geloofwaardigheid ondergraven, zoals het geval is met de 60%-norm uit het stabiliteits- en groeipact (SGP). Daarbij komt dat de gewenste hoogte van de norm moeilijk exact te onderbouwen is. Bij invulling met een bandbreedte of plafondwaarde geeft een schuldnorm niet altijd een eenduidige richting aan het beleid.
- Wie **macro-economische stabilisatie** het meest belangrijk vindt, kan het best voor het structureel saldo als anker kiezen, of een raamwerk als dat van Blanchard, Leandro en Zettelmeyer, dat op basis van een stochastische schuldanalyse rekening houdt met specifieke omstandigheden. Ook het Nederlandse trendmatige begrotingsbeleid stelt stabilisatie voorop. Deze ankers bieden flexibiliteit, maar zijn daarmee ook minder eenvoudig en eenduidig. Ze dragen ook niet vanzelf bij aan intergenerationeel evenwicht. Doordat deze ankers geen rekening houden met het effect van niet-conjuncturele schokken is financiële houdbaarheid niet gegarandeerd, in de huidige Nederlandse context is dit echter niet erg zorgelijk.
- Wie **intergenerationeel evenwicht** als voornaamste doel kiest, komt uit bij de golden rule of een houdbaarheidssaldo. De golden rule houdt rekening met de effecten van investeringen, maar niet met andere factoren die toekomstige lasten en baten beïnvloeden. Dit anker kan procyclisch uitpakken en is niet eenduidig in het definiëren van wat investeringen zijn. Een intergenerationeel houdbaarheidssaldo is geen eenvoudig concept; door de benodigde aannames in de berekening (bijvoorbeeld ten aanzien van de discontovoet) kan de norm minder geloofwaardig zijn. Ook houdt de in het verleden gebruikte invulling van intergenerationele houdbaarheid wel rekening met vergrijzing, maar niet met verschuivingen van baten en lasten tussen generaties die samenhangen met klimaat, leefomgeving en andere aspecten van brede welvaart. Operationalisering met een te frequente update kan daarnaast procyclisch uitpakken.

# 1 Inleiding

Begrotingsbeleid laveert tussen verschillende, vaak conflicterende doelstellingen: 1) zorgen over financiële houdbaarheid, 2) de wens om de conjunctuur te stabiliseren, en 3) de wens om lasten evenwichtig over generaties te verdelen, rekening houdend met veranderende demografie, ontwikkelingen als klimaatverandering en de noodzaak om te investeren in toekomstige welvaart. Verder is al decennialang van een daling van de rente sprake – hoewel deze recent ook juist weer is gestegen. Deze trend impliceert dat kosten verbonden aan overheidsschuld veel lager zijn dan pakweg vier decennia geleden en roept de vraag op of er niet meer ruimte zou moeten komen voor investeringen. Een daling van de rente heeft tot gevolg dat voor een groter deel van potentiële investeringsprojecten de verwachte baten de kosten kunnen overtreffen.

In het algemeen vraagt begrotingsbeleid om een anker en een regel. Een anker, of, zo men wil, een norm voor een begrotingsvariabele is te beschouwen als het doel van begrotingsbeleid op de lange termijn, terwijl de regel beschrijft hoe met begrotingsbeleid dit doel kan worden bereikt. De regel geeft dus aan welke beleidsaanpassingen nodig zijn om het anker van begrotingsbeleid veilig te stellen wanneer door schokken in bijvoorbeeld economische groei, rente of inflatie dit zonder nadere beleidsaanpassingen niet langer het geval is.

In deze notitie wordt weergegeven welke begrotingsvariabelen als anker voor het begrotingsbeleid kunnen fungeren en welke regels deze ankers kunnen ondersteunen.<sup>1</sup> De vraag daarbij is welke combinaties van anker en regel het meest succesvol zijn om bepaalde doelen van begrotingsbeleid te realiseren? Daarmee wordt beoogd bij te dragen aan de opdracht die de vorige Studiegroep Begrotingsruimte heeft geformuleerd om op zoek te gaan naar langetermijnankers voor het begrotingsbeleid. Voor het onderzoek bestuderen we zowel academische literatuur als literatuur van onderzoeks- en beleidsinstituten. Ook kijken we naar ankers die in de praktijk al worden toegepast, zoals de tekort- en schuldnormen van het Stabieliteits- en Groeipact (SGP). Soms combineren we meerdere ankers in een raamwerk om recht te doen aan het gegeven dat begrotingsbeleid uit meerdere ankers kan bestaan.

De EU verdient aparte aandacht. Als lidstaat van de EU is Nederland gehouden de Europese begrotingsregels te volgen. Hoe deze begrotingsregels er precies gaan uitzien, is op het moment van schrijven nog niet duidelijk. Wel is duidelijk dat deze regels een raamwerk impliceren waarbinnen begrotingsvariabelen van lidstaten zich moeten bewegen. Dat houdt in dat Nederland het begrotingsbeleid naar eigen inzicht kan inrichten, zolang dat maar in overeenstemming is met het EU-raamwerk. Wanneer Nederland voor een expansief beleid kiest en dat lange tijd volhoudt, kan het raamwerk echter bindend worden, wat de vrijheid om een eigen begrotingsbeleid te formuleren, beperkt. In een dergelijk EU-scenario wordt het begrotingsbeleid feitelijk door Brussel bepaald. Een scenario waarin de ruimte voor nationaal beleid verdwijnt, is nu echter niet in zicht.

De structuur van de rest van deze notitie is als volgt. In sectie 2 bespreken we enkele algemene aspecten van ankers en overwegingen met betrekking tot regels. In sectie 3 bespreken we de literatuur erover aan de hand van vier begrotingsvariabelen: schuld-, saldo-, uitgaven- en inkomstenvariabelen. In sectie 4 vergelijken we de ankers en regels uit het literatuuroverzicht aan de hand van verschillende doelen voor begrotingsbeleid en enkele praktische criteria, zoals eenvoud en geloofwaardigheid (Kopits en Symansky, 1998; Lledó et al., 2018). Een dergelijke beoordeling is nooit volledig: ankers kunnen vaak op meerdere manieren worden geïnterpreteerd.

---

<sup>1</sup> Schulmanagement valt buiten het bestek van deze studie. Hieronder verstaan we het beleid ten aanzien van de looptijd van overheidsschuld en alternatieve vormen van overheidsschuld zoals inflatie-geïndexeerde obligaties (inflation linked bonds), aan het bbp gekoppelde obligaties (GDP-linked bonds) of obligaties in een andere valuta (foreign currency bonds).

## 2 Overwegingen bij ankers en regels

### 2.1 ‘Rules versus standards’

Het begrip anker kan strak of los worden ingevuld. Een strakke invulling is bijvoorbeeld een hard getal voor een bepaalde begrotingsvariabele. Een wat lossere invulling is bijvoorbeeld een bandbreedte waarbinnen de ankervariabele moet uitkomen. Dit verschil aan invullingen weerspiegelt de afruil tussen geloofwaardigheid en flexibiliteit. Een strakke invulling is geloofwaardiger dan een losse invulling, terwijl de laatste het gemakkelijker maakt om met het begrotingsbeleid op onverwachte economische ontwikkelingen in te spelen. Bij een lossere aanpak, waarbij er meer ruimte is voor interpretatie en weging, kan de handhaving wel lastiger blijken. Institutionele verankering van een onafhankelijke beoordeling is dan dus extra belangrijk.

Blanchard toont zich voorstander van een lossere aanpak waarbij beleidsmakers met gezond verstand naar de relevante economische cijfers kijken (Blanchard, 2022). Hij stelt dat economieën dusdanig gecompliceerd zijn dat het een illusie is om te denken, dat je goed begrotingsbeleid in een handvol eenvoudige regels zou kunnen vangen. De huidige EU-regels voor Europees begrotingsbeleid zijn wat hem betreft een duidelijk voorbeeld van hoe goede bedoelingen kunnen stranden in complexe, inconsistente en ineffectieve regelgeving. In Blanchard, Leandro en Zettelmeyer (2020) (zie paragraaf 3.5.2) wordt ook voor een meer discretionaire, flexibele aanpak gepleit die rekening houdt met de omstandigheden: van ‘rules’ naar ‘standards’.

Niet iedereen is gecharmeerd van een dergelijke aanpak (EFB, 2022). Bénassy-Quéré et al. (2018) stellen zelfs dat duidelijke regels noodzakelijk zijn voor commitment en handhaving, zeker in een monetaire unie. Er is ook empirisch onderzoek dat constateert dat regels helpen om excessieve overheidstekorten te voorkomen (Eyraud et al., 2018). Beetsma et al. (2009) concluderen dat in de EU nationale budgettaire instituties bijdragen aan een betere budgettaire discipline. Debrun et al. (2008) bestuderen voor EU-landen in de periode 1990-2005 specifieke numerieke budgettaire regels die een streef- of plafondwaarde stellen aan begrotingsvariabelen. Zij concluderen dat deze regels vooral bijdragen aan lagere primaire tekorten. Toch zijn definitieve conclusies nog niet mogelijk. In een meta regressieanalyse van Heinemann et al. (2018) wordt geconstateerd dat na correctie voor mogelijke endogeniteit van budgettaire regels<sup>2</sup> het empirische bewijs voor een invloed van regels op begrotingsvariabelen minder sterk wordt.

### 2.2 Frequentie van het opnieuw evalueren van een anker

In het algemeen geldt dat, voor welk anker men ook kiest, de invulling ervan van tijd tot tijd opnieuw kan worden geëvalueerd. Bij de overheidsfinanciën spelen economische groei en rente een cruciale rol en deze zijn op de middellange tot lange termijn bepaald niet constant.

In dat licht is de kritiek van Furman en Summers (2020) relevant. Zij betogen dat de schuldquote (de verhouding tussen overheidsschuld en het bbp) een fundamenteel onjuist begrip is. Immers, overheidsschuld is een voorraadvariabele en het bbp een stroomvariabele. Het is in hun optiek logischer om de schuld te relateren aan de contante waarde van bbp-stromen in de toekomst. Of, omgekeerd, om het bbp te relateren aan de stroomteghanger van de schuld, ofwel de rentelasten. De kritiek is meer dan theoretisch. De daling sinds de jaren 80/90 van de vorige eeuw van de rente (Ciurila et al., 2022) heeft de contante waarde van toekomstige bbp-stromen verhoogd. Dit rechtvaardigt in hun redenering dan ook hogere schuldquotes. Hun

---

<sup>2</sup> Van endogeniteit van begrotingsregels is sprake wanneer deze regels veranderen onder invloed van het verloop van begrotingsvariabelen.

kritiek impliceert dat, wanneer zestig procent een goede norm was voor de schuldquote in het EMU-gebied in 1992, deze schuldquote, gegeven het huidige renteniveau, nu (veel) hoger zou moeten liggen.

Evaluaties kunnen op verschillende manieren worden uitgevoerd. Een mogelijkheid is dit te doen na een vooraf afgesproken aantal jaren. Een andere mogelijkheid is om tot een evaluatie van een anker over te gaan wanneer cijfers over economische groei en rente beduidend afwijken van de waarden die golden bij de vaststelling van het anker. Hoe dan ook dient te worden geborgd dat het anker niet al te snel kan worden aangepast, wil het zijn richtinggevende functie kunnen behouden.

## 2.3 Regels

Ankers kunnen niet zonder regels die aangeven hoe men naar het gestelde anker beweegt. Om de regels waarmee een anker wordt gecombineerd te kunnen specificeren, dienen enkele zaken te worden ingevuld: het niveau van het anker, de termijn waarop een anker moet worden bereikt, de termijn waarop een regel opnieuw wordt toegepast, de overschrijdingskans en het al dan niet indexeren van de regel.<sup>3</sup>

### 2.3.1 Niveau

Om een anker te operationaliseren, zal er een niveau van het anker moeten worden gekozen. In algemene termen behelst dat vaak een afweging tussen economische en politieke argumenten. Concreet kan het wenselijk zijn prudente keuzes te maken in het niveau van de schuld of de primaire balans om ver weg te blijven van een situatie van financiële onhoudbaarheid. Te conservatief gekozen ankers kunnen echter ook economische schade teweegbrengen en ook politiek niet haalbaar zijn.

### 2.3.2 Aanpassingstermijn

Om het anker werkbaar te maken, moet er een termijn gesteld worden waarin het doelniveau behaald moet worden. Beheersing van de overheidsfinanciën kan een korte termijn voorschrijven, terwijl het streven naar stabiel overheidsbeleid om een langere termijn vraagt. De werkbare termijn verschilt per anker: schuld is een traag bewegende variabele die lastig te rijmen is met een korte aanpassingstermijn. Het saldo kan in principe sneller aangepast worden dan de schuld, maar ook hier zijn er grenzen aan wat politiek haalbaar en economisch verstandig is.

Verder heeft de duur van de aanpassingstermijn mogelijk consequenties voor de verdeling tussen verschillende generaties. Wanneer een lange aanpassingstermijn wordt gekozen, gaat dit over het algemeen ten koste van latere generaties (Maebayashi, 2023). Tegelijkertijd biedt een langere termijn meer vrijheidsgraden om het tempo van aanpassing aan te passen aan economische omstandigheden die vooraf verre van voorspelbaar zijn. Bij een korte termijn ontbreekt deze flexibiliteit.

De lengte van de gekozen termijn heeft ook enkele praktische consequenties. Een kortere termijn heeft als voordeel dat ze meer sturing geeft aan beleidsmakers en dat de *compliance* sneller te observeren en controleren is. Daarnaast sluit een relatief korte termijn, bijvoorbeeld de lengte van een regeerperiode, beter aan bij de democratische legitimiteit en wordt voorkomen dat beleidsmakers impliciet over hun graf regeren door de aanpassing voorbij hun periode te schuiven.

Er bestaat ook nog een onderscheid tussen regels met een vaste horizon en met een bewegende horizon. Bij een vaste horizon blijft het eindjaar van de aanpassingstermijn onveranderd naarmate de tijd voortschrijdt. Bij een bewegende horizon is de aanpassingstermijn juist vast en verschuift het eindjaar met de tijd. Ook hier

---

<sup>3</sup> Bij de invulling van regels wordt geen onderscheid gemaakt tussen structurele en tijdelijke schokken. Tijdelijke schokken vragen vaak om een andere beleidsreactie dan structurele schokken (Lukkezen en Teulings, 2013). Differentiatie naar type schok kent echter een praktisch probleem. Het karakter van een schok is vaak pas jaren later vast te stellen (Coibion et al., 2018). Dit maakt het lastig er direct met beleid op in te spelen. Bovendien ontstaat ruimte voor een opportunistische beoordeling van ontwikkelingen, als het karakter van schokken niet eenduidig kan worden vastgesteld.

speelt weer een afruil. Een bewegende horizon oogt minder geloofwaardig: aanpassingen kunnen immers eindelijk worden uitgesteld. Een vaste horizon heeft echter als nadeel dat economische tegenvallers tot forse aanpassingen van het begrotingsbeleid kunnen nopen, zeker wanneer de aanpassingstermijn kort is. Dit kan procyclisch uitpakken.

Een ander relevant element bij de keuze van een horizon is de electorale cyclus. Nationaal is een vaste horizon het best te combineren met een kabinetsperiode, maar internationaal, zoals binnen de eurozone, kan dat juist weer lastig zijn: kabinetstermijnen lopen niet synchroon, en de vraag is wat er gebeurt als een kabinet tussentijds valt.

### 2.3.3 Frequentie van toepassing van de regel

Een verdere vraag is hoe frequent de regel wordt toegepast. Passen we bijvoorbeeld de regel jaarlijks toe of enkel aan het begin van een kabinetsperiode? Stel als voorbeeld, dat gekozen is voor een aanpassingstermijn van tien jaar om het doel gesteld door het anker te bereiken. Stel dat dit betekent dat vier jaar lang dient te worden bezuinigd en dat in het eerste jaar tegenvallers optreden. Wordt de regel dan in het tweede jaar opnieuw toegepast zodat de bezuinigingen, over vier jaar gemeten, alsnog worden gehaald? Of blijft de bezuiniging staan zoals afgesproken aan het begin van de rit en wordt de regel pas na drie jaar, op grond van de opgetreden ontwikkelingen, opnieuw toegepast? Meer frequente toepassingen van de regel geven een grotere kans dat het doel dat voor het anker is gesteld, zal worden behaald. Tegelijkertijd impliceert een hogere frequentie minder flexibiliteit en een grotere kans dat het begrotingsbeleid procyclisch uitpakt.

Een voorbeeld van een vierjarige termijn is het trendmatige begrotingsbeleid in Nederland, dat gekoppeld is aan de kabinetscyclus. Een voorbeeld van een eenjarige termijn is de tekortregel van de EU in geval dit tekort zonder nader beleid de 3%-norm zou overschrijden.

### 2.3.4 Overschrijdingskans

De laatste jaren wint de methodiek van de *stochastic debt sustainability analysis* (SDSA) terrein, waarbij de toekomst met stochastische simulaties wordt verkend. Een SDSA brengt toekomstige financiële risico's in kaart. Daarbij worden overigens trendmatige ontwikkelingen zoals vergrijzing doorgaans niet meegenomen.

De methodiek van de SDSA biedt tal van voordelen (voor een overzicht, zie Celasun et al., 2007), zoals het gebruik van empirie in plaats van meer subjectieve aannames. Een voordeel dat niet expliciet benoemd wordt, is dat stochastische simulaties kwantitatieve informatie geven over de kans dat een bepaald beleid tot gewenste uitkomsten leidt. Men kan, zoals vrij gebruikelijk, een toekomstscenario berekenen op basis van de meest waarschijnlijke waarden van inputvariabelen (vaak zijn dat de medianen van de verdelingen van risicofactoren) en dat scenario als een soort van gemiddeld scenario interpreteren. Doet men hetzelfde met een SDSA, dan blijkt dat de kans dat begrotingsvariabelen boven de waarden uitkomen die met dit ene scenario corresponderen 50% is (of in de buurt van 50%). Het is echter aan beleidsmakers om te bepalen welke kans zij acceptabel achten voor het overschrijden van bepaalde waarden van begrotingsvariabelen. Zij zouden ook kunnen opteren voor bijvoorbeeld 25 of 10%. In dat geval wordt de methodiek van de SDSA een must. En net als eerder heeft de keuze voor welke overschrijdingskans acceptabel is, economische en politieke consequenties.

Omdat het vrijwel onmogelijk is om precies op een niveau te sturen, kan ook voor een bandbreedte worden gekozen. Suyker (2016) noemt de mogelijkheid om te sturen op een buffer tot een bepaald saldo. Hiervoor dient een maximale overschrijdingskans en een termijn te worden gekozen. Bijvoorbeeld, wil men voldoende afstand houden tot de -3% uit Europese regelgeving, dan berekenen we op basis van historische fluctuaties of een stochastische analyse dat er bij een doelsaldo van -1% de kans 28% is dat in de komende vier jaar door de -3% grens wordt gegaan. Dit lijkt op het eerste oog simpelweg een ambitieuzer doel te zijn voor het anker (-1 in plaats van -3), maar hierdoor ontstaat bestuurlijke rust, kunnen automatische stabilisatoren werken, en kan het doelsaldo veranderen wanneer de onzekerheden in de economie toe- of afnemen.

### 2.3.5 Nominaal versus reëel

In Nederland worden uitgavenkaders in reële termen vastgesteld aan het begin van een kabinetsperiode (Tweede Kamer, 2022). Ook in Finland wordt met nominale kaders gewerkt (AIReF, 2022). In Zweden wordt in ieder jaar  $t$  het uitgavenplafond (zonder rente) in nominale termen vastgelegd voor het jaar  $t+3$  (Sveriges Riksdag, 2023). In het geval van onverwacht hoge inflatie werkt een dergelijk plafond restrictief op de begroting, terwijl bij onverwacht lage inflatie extra ruimte op de begroting ontstaat. De regelgeving in Zweden kent overigens wel enige flexibiliteit. Allereerst is in de hoogte van het plafond een marge ingebouwd voor onvoorziene omstandigheden. Daarnaast kunnen beleidsmakers later op eerder gemaakte afspraken terugkomen.

Of een nominaal kader of een reëel kader beter uitpakt, hangt onder meer af van de correlatie tussen inflatie en economische groei. Is deze correlatie positief, dan is er meer begrotingsruimte bij een beneden gemiddelde economische groei. De lage groei gaat immers gepaard met lage inflatie, zodat er meer ruimte is voor uitgaven in reële termen. Een nominaal kader impliceert bij een positieve correlatie tussen inflatie en groei dus ruimte voor anticyclisch beleid. Echter, is de correlatie tussen inflatie en economische groei negatief, dan gaat een relatief lage groei gepaard met minder ruimte voor reële uitgaven. Het nominaal kader impliceert dan procyclisch beleid. In het algemeen worden vraagschokken met een positieve correlatie geassocieerd en aanbodschokken met een negatieve correlatie. Empirische studies concluderen dan ook dat de correlatie tussen inflatie en economische groei vrij zwak is. Een recente empirische studie voor de eurozone in 1997-2017 concludeerde dat de correlatie tussen inflatie en economische groei licht positief was (Kryeziu, 2019).



# Samenhang tussen begrotingsvariabelen

Hier beschrijven we hoe overheidsschuld, -saldo, -uitgaven en -inkomsten met elkaar samenhangen. We formuleren elk van deze variabelen in termen van het bbp.

De schuldquote ontwikkelt zich volgens onderstaande gelineariseerde vergelijking,

$$\Delta D_t = D_t - D_{t-1} = (r_t - g_t)D_{t-1} - PS_t \quad (1)$$

waarbij  $D_t$  staat voor de schuldquote aan het einde van jaar  $t$ ,  $PS_t$  voor het primair saldo (in termen van het bbp) in jaar  $t$ ,  $r$  voor de rente op schuld en  $g$  voor de economische groei.

Om de samenhang tussen deze variabelen te kunnen beschrijven, is het niet nodig expliciet op de determinanten van de rente en de economische groei in te gaan. We veronderstellen deze dus als gegeven.

Vergelijking (1) impliceert dan dat het onderscheid tussen schuld en saldo niet erg scherp is; het saldo van dit jaar bepaalt immers de schuld van het volgend jaar. Andersom, sturen op een bepaalde schuldquote impliceert een bepaalde verandering in het primaire saldo.

Ook het feitelijke saldo, aan te duiden met  $S_t$ , en het primaire saldo zijn met elkaar verbonden, in dit geval via de rentelasten op uitstaande schuld:

$$S_t = PS_t - rD_{t-1} \quad (2)$$

In principe kunnen zowel inkomsten als primaire uitgaven (uitgaven exclusief rentelasten) gebruikt worden om op het primair saldo te sturen. Het primaire saldo is namelijk het saldo van primaire uitgaven  $G_t$  en inkomsten  $T_t$ :

$$PS_t = T_t - G_t \quad (3)$$

Zowel  $T_t$  als  $G_t$  bestaan uit een exogene component en een beleidscomponent. De exogene component hangt direct samen met het bbp, terwijl de beleidscomponent de directe invloed van het begrotingsbeleid laat zien. De exogene component speelt van oudsher een grotere rol bij de inkomsten dan bij de uitgaven.

Alle ankers hebben deze vergelijkingen als basis. Ze verschillen in de relatie van de verschillende begrotingsvariabelen tot elkaar. In geval van een anker voor de schuldquote bepaalt vergelijking (1) het bijbehorende primaire surplus. In geval van een anker voor het primaire saldo wordt vergelijking (1) juist gebruikt om het beloop van de schuldquote af te leiden. Verschillende ankers variëren ook in hoe met schokken in bijvoorbeeld economische groei wordt omgegaan. In geval van een anker voor de schuldquote laat vergelijking (1) bijvoorbeeld zien hoe het primaire saldo dient te worden aangepast om het gestelde doel voor de schuldquote te bereiken. In geval van een anker voor het primaire saldo laat de vergelijking daarentegen zien hoe de schuldquote door toedoen van de schok een ander beloop krijgt.



## 3 Ankers en raamwerken

We bespreken achtereenvolgens ankers voor de overheidsschuld, voor verschillende saldi, voor de inkomsten en de uitgaven. Deze ankers zijn allemaal verbonden met elkaar (zie kader **Samenhang tussen begrotingsvariabelen**). Hoewel alle voorstellen hier dus in een categorie zijn ondergebracht, dient te worden bedacht dat dit onderscheid in wezen niet zo scherp is. Ten slotte bespreken we de golden rule, het houdbaarheidssaldo en enkele begrotingsraamwerken die verschillende ankers en regels combineren.

### 3.1 Ankers voor de schuld

De logica van een schuldnorm is dat een hoge overheidsschuld een land in financiële problemen kan brengen.<sup>4</sup> Is een schuld dusdanig hoog dat de grens van financiële houdbaarheid is bereikt, dan rest slechts een herstructurering van de schuld of een faillissement. Dat kan de schuld in één klap draaglijker maken, maar in de regel wel ten koste van een (mogelijk langdurige) afsluiting van de internationale kapitaalmarkt. Waar de grens van financiële houdbaarheid precies ligt, is niet duidelijk en zal ook van land tot land verschillen. Wel is duidelijk dat als men absoluut niet in een situatie van schuldherstructurering wil belanden, een zekere veilige marge noodzakelijk is.

Enkele recente beleidsvoorstellen nemen een schuldanker als basis. Zo leidt het voorstel van Bénassy-Quéré et al. (2018) een regel voor de uitgaven af uit een streefwaarde voor de schuldquote. De regel zou moeten gelden voor nominale uitgaven en de uitgaven zouden moeten worden gecorrigeerd voor werkloosheidsuitkeringen om zoveel mogelijk ruimte te geven aan automatische stabilisatoren. De EFB (2022) doet een soortgelijk voorstel. Hetzelfde geldt voor AIREF (2022), die nog toevoegt dat de regel voor de uitgaven zou kunnen gelden voor een periode van vier jaar en dat het gewenst is een ontsappingsclausule te hebben om in exceptionele omstandigheden de regel buiten werking te kunnen stellen.

Over overheidsschuld als anker bestaat een omvangrijke literatuur (voor overzichtsartikelen zie Aguiar et al., 2016; D'Erasmus et al., 2016; Debrun et al., 2019). We delen de literatuur over overheidsschuld in drie categorieën in: een plafond voor de schuldquote, een hard getal voor de schuldquote en een schuldquote binnen een bepaalde bandbreedte.

#### 3.1.1 Een plafond voor de schuldquote – de fiscal limit

Een deel van de literatuur stelt een plafond voor de schuldquote voor op basis van het idee dat overschrijding ervan de financiële houdbaarheid in gevaar brengt. Financiële onhoudbaarheid is daarbij gedefinieerd als de situatie waarbij de schuld niet meer op basis van toekomstige primaire overschotten kan worden gefinancierd en beleggers beseffen dat de overheid niet alle rente- en aflossingsverplichtingen zal kunnen nakomen.

Ghosh et al. (2013) en Fournier en Fall (2017) kwantificeren de fiscal limit voor een groot aantal landen op basis van de empirische relatie tussen de overheidsschuld en de primaire balans. Empirisch gezien reageert de primaire balans op de schuld en wordt een olop van de schuld direct gecorrigeerd, door hogere belastingen of bezuinigingen op uitgaven. Echter, hoe hoger de schuld, hoe zwakker dit verband. De intuïtie is dat het om politieke overwegingen steeds lastiger wordt, belastingen te blijven verhogen of op uitgaven te blijven bezuinigen. Bij schuld voorbij een bepaald niveau (de fiscal limit) is de correctie van de primaire balans dan

---

<sup>4</sup> Daarbij laat het voorbeeld van Japan zien dat het er ook toe doet wie de schuld houdt, in het bijzonder of dat binnenlandse of buitenlandse obligatiehouders zijn. Een hoog overheidstekort kan uiteraard ook problematisch zijn, maar dan meer indirect, als een signaal van een stijgende overheidsschuld.

onvoldoende om een stijging van de schuld te voorkomen en zal uiteindelijk een default resulteren. Voor Nederland worden cijfers voor de fiscal limit gevonden van respectievelijk 190% en 240% bbp op basis van markrentes en 169% en 223% bbp op basis van modelmatige rentes.

Bi (2012) presenteert een methode om de fiscal limit te berekenen die is gebaseerd op het concept van de Laffer curve, de relatie tussen belastingopbrengsten en -tarief. Bi illustreert de methode met berekeningen die aangeven dat de fiscal limit in sterke mate wordt bepaald door initiële variabelen zoals de productiviteit en de overheidsuitgaven. Jiang et al. (2022) berekenen een maximale schuldquote op basis van het idee dat een default voor een overheid altijd mogelijk is. Ook nu blijken de uitkomsten sterk afhankelijk van de rente op obligaties en de groei van de economie.

### 3.1.2 Een hard getal voor de schuldquote

#### Het SGP

Traditioneel houdt het SGP een benchmark van 60% voor de schuld aan.<sup>5</sup> De SGP-benchmark verschilt van de fiscal limit doordat de benchmark van het SGP overschreden kan worden zonder dat direct de financiële houdbaarheid in gevaar komt. Bij een overschrijding van de benchmark zal een land zich volgens de schuldregel (zie 3.5.2) naar het 60%-niveau moeten bewegen.

#### De middellangetermijnindicator

Veel toegepaste studies operationaliseren een schuldquote met behulp van regels: ze presenteren berekeningen van het beleid dat moet worden ingezet om binnen een bepaalde termijn een bepaald doel voor de schuldquote te bereiken. Zo berekent de EU welk beleid nodig is om de schuldquote in vijftien jaar tijd (2038) een doelwaarde van 60% te laten bereiken (European Commission, 2022). Ze operationaliseert dit in de vorm van de S1-indicator, een aanpassing van de primaire balansquote die constant is over de aanpassingsperiode. De Congressional Budget Office (CBO) in de Verenigde Staten kiest een langere termijn. CBO (2020) berekent de aanpassing in de primaire balans die nodig is om de schuld in 2050 teruggebracht te hebben tot 79% bbp (het niveau in 2019) of 100% bbp. De Office for Budget Responsibility in het Verenigd Koninkrijk (OBR, 2020) doet een tweetal berekeningen. De eerste betreft de vraag hoeveel budgettaire aanpassing nodig is om de schuldquote op het huidige niveau te stabiliseren. De tweede gaat om de vraag welke aanpassing nodig is om de schuldquote op 75% bbp te laten eindigen in 2070.

#### Is er een knikpunt?

Reinhart en Rogoff (2010) concluderen dat een schuldquote van 90% als knikpunt fungeert: boven een schuldquote van ongeveer 90% zou een verhoging van de schuldquote met een sterke verlaging van de economische groei gepaard gaan. De conclusies van deze studie zijn inmiddels volledig weerlegd. Heimberger (2022) constateert op basis van een meta-analyse dat sterke aanwijzingen ontbreken voor zowel het idee van een knikpunt als dat van een negatief effect van schuld op economische groei.

### 3.1.3 Schuldquote binnen een bepaalde bandbreedte

De Kam et al. (2021) doen het voorstel om de schuldquote binnen een bepaalde bandbreedte te laten bewegen, namelijk tussen 60% en 90% bbp, vanuit de constatering dat die range door de meeste economen als veilig wordt beschouwd. Op basis van de inschatting van de nominale groei kan dan een bandbreedte voor het structurele saldo worden afgeleid.

---

<sup>5</sup> Deze schuldnorm hangt direct samen met de tekortnorm van 3% bbp, wanneer een nominale economische groei van 5% wordt verondersteld. Vergelijking (1) is te schrijven als  $\Delta D_t = F_t - gD_{t-1}$ , waarbij  $F_t$  staat voor het financieringstekort in jaar  $t$ , gedefinieerd als  $rD_{t-1} - PS_t$ . Stellen we de mutatie in de schuldquote op nul, dan resulteert de relatie  $D = F/g$ . Toegepast op de EMU-normen geeft dit  $60\% = 3\%/5\%$ .

## 3.2 Ankers voor het saldo

In de literatuur worden verschillende saldi onderscheiden: het feitelijke saldo, het primaire saldo en het structurele saldo. In alle gevallen kan verder onderscheid worden gemaakt tussen een plafondwaarde, een hard getal of een bandbreedte, zoals we dat hierboven hebben gedaan voor de overheidsschuld. Het onderscheid kan in praktijk van beperkte waarde zijn: wanneer beleid zich richt op een plafondwaarde of de bovengrens van een bandbreedte, fungeren plafond en bovengrens van de bandbreedte in feite als vaste getallen.

### 3.2.1 Het feitelijke saldo (EMU-saldo)

Een anker voor het feitelijke saldo is de bekende -3% norm uit het SGP. Dit anker geldt als plafond voor het tekort en is niet een streefwaarde op zich. Dit anker geeft weinig richting wanneer het saldo hierboven ligt. Hoewel vrijwel alle landen deze norm in het verleden hebben overtreden, zien we desondanks dat de norm wel als ‘magneet’ kan fungeren (Caselli & Wingender, 2018).

Het feitelijke saldo kan stabiliserend werken voor de schuldhoudbaarheid: wordt het saldo afgestemd op de economische groei, dan stabiliseert de schuldquote. Dit blijkt ook wanneer we vergelijking (2) in vergelijking (1) substitueren:

$$\Delta D_t = (r - g)D_{t-1} - PS_t = -gD_{t-1} - S_t \quad (4)$$

Stellen we het saldo gelijk aan min het product van economische groei en de initiële schuldquote, dan resulteert een stabiele schuldquote. Formeel, als  $S_t = -gD_{t-1}$ , dan volgt dat  $\Delta D_t = 0$ , ofwel  $D_t = D_{t-1}$ .

### 3.2.2 Het primaire saldo

Het feitelijke primaire saldo is het saldo van overheidsinkomsten en -uitgaven exclusief rentelasten. De keuze om rentelasten buiten beschouwing te laten heeft als gevolg dat de overheid haar beleid niet hoeft te wijzigen wanneer de rente verandert. Dit heeft voordelen voor de beheersbaarheid en voorspelbaarheid van beleid, maar gaat ten koste van de schuldbeheersing. Louter sturen op een primair saldo heeft immers als consequentie dat onvoorziene tekorten de schuld opdrijven, zonder dat dit tot een beleidsaanpassing hoeft te leiden. Hierdoor is schuldhoudbaarheid uiteindelijk niet gegarandeerd.

In zijn boek *Fiscal Policy Under Low Interest Rates* bespreekt Blanchard een anker voor begrotingsbeleid. Dat anker is het primaire saldo dat gelijk zou moeten zijn aan de voor economische groei gecorrigeerde rentelast. Wat resulteert, is een stabiele schuldquote. Dit blijkt ook uit vergelijking (1):

$$\Delta D_t = (r - g)D_{t-1} - PS_t \quad (5)$$

Stellen we het primaire saldo gelijk aan de voor economische groei gecorrigeerde rentelast, dan resulteert een stabiele schuldquote. Formeel, als  $PS_t = (r - g)D_{t-1}$ , dan volgt dat  $\Delta D_t = 0$ , ofwel  $D_t = D_{t-1}$ .

### 3.2.3 Het structurele saldo

Het structurele saldo verschilt van het feitelijke saldo doordat het geschoond wordt voor conjuncturele invloeden en eenmalige maatregelen zoals de redding van banken. De aanpassing aan de conjunctuur geschiedt door het feitelijke saldo te corrigeren voor de conjunctuurcomponent, gedefinieerd als het product van de output gap en de semi-elasticiteit van de begroting. Dit anker kan het beleid een anticyclisch karakter geven, omdat het automatische stabilisatoren laat werken. Het structurele saldo speelt in de (oude) Europese begrotingsregels een rol via de zogeheten middellangetermijndoelstelling (MTO).

Maar er zijn enkele praktische problemen (Hers en Suyker, 2014; Darvas, 2019). De output gap is niet direct te observeren, waardoor het lastig is hierop te sturen. Schattingen van de output gap van verschillende instituten (IMF, EC, OECD) c.q. methodes lopen soms ver uiteen. Schattingen van de output gap worden ook vaak achteraf bijgesteld en soms fors (Coibion et al., 2018; Darvas, 2019). Daarnaast is ook de begrotingselasticiteit

niet te observeren en is deze niet noodzakelijk constant (Hers en Suyker, 2014). Misschattingen kunnen er dan toe leiden dat beleid alsnog procyclisch uitpakt. Volgens een recente CPB-analyse (Metselaar et al., 2023) is het risico van een verkeerde inschatting van de richting van de output gap minder groot dan eerder gedacht. Daarnaast biedt het gegeven dat het lastig is de output gap goed in te schatten, ruimte voor politieke beïnvloeding. Eyraud et al. (2018) constateren dat in het eurogebied in 2003-2016 de output gap gemiddeld 1,3% punt werd onderschat, waardoor het structureel tekort op het moment zelf te gunstig werd ingeschat, hetgeen tot te optimistisch begroten kan leiden. Larch et al. (2021) stellen in dit verband dat politiek-economische factoren, meer dan onzekerheid over de grootte van de output gap, verantwoordelijk zijn voor procyclisch beleid.

Hauptmeier en Kamps (2022) stellen voor om het saldo niet alleen reëel te schonen van cyclische variatie, maar ook van nominale afwijkingen van de inflatie-target (2%). Dit geeft landen meer ruimte wanneer de inflatie tijdelijk laag is en minder wanneer inflatie hoog is. Dit leidt tot minder procyclisch beleid en zorgt ervoor dat fiscaal beleid het monetaire beleid ondersteunt.

## 3.3 Ankers voor de inkomsten en de uitgaven

### 3.3.1 De Barro-regel

Ankers voor de inkomsten komen nauwelijks voor in de literatuur. De reden is mogelijk dat wanneer een anker wel de inkomsten maar niet de uitgaven omvat, het financieringstekort en de schuld moeilijk kunnen worden beheerst. De Barro-regel is wel als inkomstenanker te beschouwen. Volgens Barro komt optimaal schuldbeleid neer op een constante belastingdruk (belastingopbrengsten in termen van het bbp) (Barro, 1979). Barro stelt het versturende effect van belastingen op micro-economische beslissingen centraal. Wat hieruit volgt is het principe van tax smoothing: stabiliseer het belastingtarief om de welvaartskosten van belastingheffing te minimaliseren.<sup>6</sup> Primaire uitgaven zijn in zijn analyse geen beleidsinstrument; ze worden als gegeven beschouwd.

De Barro-regel impliceert anticyclisch beleid. Wanneer zowel primaire uitgaven als belastingtarieven een gegeven vormen, ademt het financieringstekort mee met de conjunctuur. Wordt het model verrijkt met een vergrijzende bevolking, dan komt de Barro-regel sterk overeen met het houdbaarheidssaldo (zie 3.4.2). Volgens de Barro-regel wordt in geval van vergrijzing het belastingtarief direct en permanent aangepast om houdbaarheid veilig te stellen. Net als het houdbaarheidssaldo geeft de Barro-regel in principe geen garantie op schuldstabilisatie. Bij structurele onvoorziene schokken of trends zoals vergrijzing kan de schuldquote definitief hogere waarden bereiken. Wanneer echter de streefwaarde voor het belastingtarief van tijd tot tijd opnieuw kan worden vastgesteld, kan het risico van financiële onhoudbaarheid worden beperkt.

### 3.3.2 Ankers voor de uitgaven

Ankers voor de uitgaven zijn we in de literatuur niet tegengekomen. Een mogelijke reden hiervoor is hierboven bij de ankers voor de inkomsten genoemd: wanneer inkomsten los van uitgaven worden beschouwd, kunnen financieringstekort en schuld moeilijk worden beheerst. Uitgavenregels worden veelvuldig genoemd, maar dan gekoppeld aan een anker, zoals bijvoorbeeld voor de schuld.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> Het model van Barro is gestileerd. Het kent enkel een proportionele belasting op het bbp, waardoor belastingtarief en belastingdruk samenvallen.

<sup>7</sup> Furman en Summers (2020) introduceren een norm van 2% voor de rentelastquote (voor inflatie gecorrigeerde rentelasten gedeeld door het bbp). Men zou dit als een anker voor de uitgaven kunnen zien en wel voor een specifieke uitgavencategorie, namelijk rentelasten. Het voorstel van Furman en Summers is echter breder; we hebben dit voorstel daarom bij de begrotingsraamwerken ondergebracht.

## 3.4 Ankers gericht op intergenerationale verdeling

Het oplopen van overheidsschuld betekent in feite het verschuiven van financieringslasten naar toekomstige generaties. Dat roept de vraag op wanneer dit gerechtvaardigd is. De golden rule en het houdbaarheidssaldo zijn ankers die rekening houden met een evenwichtige verdeling over verschillende generaties.

### 3.4.1 De golden rule

Bij de golden rule<sup>8</sup> wordt onderscheid gemaakt tussen overheidsconsumptie en overheidsinvesteringen. De gedachte is dat overheidsinvesteringen met een positieve maatschappelijke kosten-batenanalyse (MKBA)<sup>9</sup> altijd verstandig zijn, en dat het gerechtvaardigd is de kosten daarvan naar de toekomst te verschuiven, aangezien de baten ook in de toekomst vallen. De overheidsconsumptie dient gedekt te worden uit de huidige belastingmiddelen. Als anker geldt dan het feitelijk saldo, geschoond voor investeringen.

De golden rule houdt rekening met de intergenerationale effecten van investeringen, maar niet met alle intergenerationale effecten; in het bijzonder blijven de gevolgen van een vergrijzende bevolking buiten beeld.

### 3.4.2 Het houdbaarheidssaldo

De systematiek van het berekenen van een houdbaarheidssaldo heeft zich ontwikkeld om de gevolgen van vergrijzing op de overheidsfinanciën in kaart te brengen wanneer wordt vastgehouden aan huidige collectieve arrangementen, rekening houdend met een vergrijzende bevolking. Om precies te zijn, is het houdbaarheidssaldo de aanpassing van het primaire saldo dat nodig is om de schuld te stabiliseren, gegeven dat collectieve arrangementen niet worden aangepast.

Een groot deel van de vergrijzingsstudies die de impact van vergrijzing op de overheidsfinanciën kwantificeren, maakt gebruik van het begrip houdbaarheidstekort (meer hierover in Westerhout, 2021), voor Nederland het CPB (zie bijvoorbeeld Adema en Van Tilburg, 2019) en voor de EU de Ageing Working Group (zie bijvoorbeeld European Commission, 2021; 2022). Overigens is een houdbaarheidssaldo slechts een manier om de onderliggende analyse in een indicator te vangen, in feite wordt via generatierekeningen berekend hoe het nettoprofiel van de overheid van verschillende generaties zich tot elkaar verhoudt.

Hoewel ontwikkeld voor vergrijzing, kunnen ook andere intergenerationale effecten in dit raamwerk worden ondergebracht. Zeker vanuit een breder welvaartspectief kan huidig beleid ook op andere terreinen lasten en baten voor toekomstige generaties vergroten of verkleinen. Zo kunnen bijvoorbeeld de oplopende kosten van klimaatverandering en klimaatbeleid ook worden meegewogen (Van Toor en Nibbelink, 2023).

In het kader van deze notitie interpreteren we het houdbaarheidssaldo als anker. Dat houdt in dat we het houdbaarheidssaldo zien als een streefwaarde die, net als alle ankers, na een aanpassingstermijn moet worden bereikt. Deze interpretatie verschilt van die van een onmiddellijke permanente aanpassing van het primaire saldo. Een aanpassingstermijn laat het strikte criterium van intergenerationale neutraliteit los, maar biedt meer tijd om beleidsveranderingen door te voeren.

---

<sup>8</sup> Zie bijvoorbeeld EFB (2020) voor een bespreking.

<sup>9</sup> Daarbij is wel relevant dat de maatschappelijke baten niet altijd financieel van aard zijn. Om de investering te kunnen financieren, kan een lastenverhoging in de toekomst nodig zijn.

## 3.5 Begrotingsraamwerken die verschillende ankers en regels combineren

### 3.5.1 Het voorstel van Furman en Summers

Furman en Summers (2020) analyseren de vraag welk begrotingsbeleid wenselijk is voor de toekomst. Het gaat hen daarbij om het beleid in de VS, maar hun studie is in feite meer algemeen van aard.

Ze baseren hun analyse op de wereldwijde daling van de rente in de afgelopen veertig jaar. Dit is vooral een reëel fenomeen, getuige het feit dat de inflatie in de door hen beschouwde periode zelfs licht gestegen is. Ze trekken uit deze rentedaling drie conclusies. Ten eerste is het monetaire beleid veel van zijn effectiviteit kwijtgeraakt. Rentedalingen zoals die in het verleden zijn toegepast om de economie te stabiliseren, zijn niet langer mogelijk nu de rente de *zero lower bound* heeft bereikt. In hun publicatie van 2020 zijn de recente rentestijgingen in de VS en Europa niet meegenomen, maar dit zal hun conclusie waarschijnlijk in de kern niet veranderen. Ten tweede heeft een hoge overheidsschuld veel minder bijwerkingen dan toen de rente nog substantieel hoger lag. Het risico van een *crowding out* van investeringen is gedaald en de ingeschatte *fiscal limit*, de waarde van de schuldquote waarboven herfinanciering van overheidsschuld problematisch wordt, is flink gestegen. Ten derde maakt de rentedaling het aantrekkelijker investeringen met schuld te financieren.

Hun voorstel voor het toekomstige begrotingsbeleid bevat drie pijlers. Het begrotingsbeleid moet niet uitgaan van een *cyclically balanced budget*, maar zich structureel richten op een tekort. Publieke investeringen moeten worden verhoogd, zeker wanneer er redelijkerwijs van mag worden uitgegaan dat deze zichzelf zullen terugverdienen. Een stijging van de overheidsschuld is toegestaan, zolang dit niet betekent dat reële rentelasten in termen van het bbp sterk stijgen of uitstijgen boven de door hen geïntroduceerde norm van 2%.

### 3.5.2 Het voorstel van Blanchard, Leandro en Zettelmeyer

Blanchard, Leandro en Zettelmeyer (2020) analyseren het Europese begrotingsbeleid. Hun analyse heeft echter een bredere strekking doordat die het concept van ankers en regels zelf ter discussie stelt.

Wat de Europese begrotingsregels betreft concluderen de auteurs dat deze bij introductie nog overzichtelijk waren: een 3%-norm voor het tekort en een 60%-norm voor de schuld. De normen bleken in praktijk echter niet goed te werken. Soms waren ze te rigide door bezuinigingen af te dwingen te midden van een economische recessie; soms waren ze juist te los door een lidstaat toe te staan de uitgaven te verhogen, terwijl de schuldquote al gevaarlijk hoog was. De auteurs concluderen dat daarom in de loop der tijd het aantal regels is uitgebreid en dat als gevolg daarvan een onoverzichtelijk geheel van regels is ontstaan.

Hun stelling is dat het Europese begrotingsbeleid eenvoudiger van opzet moet zijn. Wat dat betreft sluiten ze zich aan bij een reeks van auteurs die een schuldanker voorstellen, dat wordt ondersteund door een regel voor de collectieve uitgaven (Bénassy-Quéré et al., 2018; Feld et al., 2018; AIReF, 2022; EFB, 2022). Echter, de hiervoor genoemde nadelen, de regels zijn mogelijk te los of te strak, zijn wat hen betreft ook op een dergelijke combinatie van schuldanker en uitgavenregel van toepassing.

Hun voorstel is daarom fundamenteeler van aard. Ze bepleiten dat de EU overstapt van *fiscal rules* naar *fiscal standards*.<sup>10</sup> Concreet stellen ze voor dat de EU het begrotingsbeleid van elke lidstaat beoordeelt aan de hand van *stochastic debt sustainability analysis* (SDSA). Uit deze analyse volgt hoe groot de kans is op een (financieel) onhoudbare overheidsschuld. Afhankelijk van de uitkomst kan dan worden besloten dat het beleid van de lidstaat in kwestie dient te worden aangepast, waarbij ook de macro-economische situatie en andere

---

<sup>10</sup> Een voorbeeld van een *fiscal standard* is al te vinden in het Verdrag van Maastricht, artikel 104c: “Member States shall avoid excessive government deficits”.

overwegingen in acht worden genomen. Vergeleken met de EU-regels die golden tot aan de vooravond van de coronapandemie, betekent dit voorstel meer flexibiliteit en meer aandacht voor landspecifieke factoren.

### 3.5.3 Europese begrotingsregels

Het Europese begrotingsraamwerk bestaat uit het SGP, het Europees Semester, en de Macro-Economische Onevenwichtigheidsprocedure.<sup>11</sup> We focussen hier op het SGP, dat bestaat uit de correctieve en preventieve arm. Op 9 november 2022 is de Commissie met een voorstel voor nieuwe begrotingsregels gekomen, waarbij eenvoudigere begrotingsregels, sterker nationaal eigenaarschap en betere handhaving als belangrijkste doelen worden genoemd (European Commission, 2022). De Commissie wil via de nieuwe begrotingsregels komen tot een flexibeler raamwerk, waarbij meer aandacht is voor landspecifieke omstandigheden. Dit wil de Commissie bereiken door het maken van individuele plannen per lidstaat.

#### Huidige Europese begrotingsregels

Het huidige SGP heeft een correctieve en een preventieve arm. Beide armen bestaan weer uit twee regels.

##### De correctieve arm:

1. De tekortregel die stelt dat het feitelijk begrotingstekort van een lidstaat niet hoger mag uitkomen dan 3% van zijn bbp.
2. De schuldregel die stelt dat een lidstaat met een overheidsschuld hoger dan 60% het aandeel van deze schuld dat boven de 60% uitkomt moet terugbrengen met een gemiddeld jaarlijks aandeel van 1/20.

##### De preventieve arm:

Lidstaten die nog niet onder de correctieve arm vallen zijn gebonden aan de preventieve arm van het SGP, die het voorkomen van budgettaire onevenwichtigheden als doel heeft. De preventieve arm bestaat uit de middellangetermijndoelstelling (MTO) en de uitgavenregel.

1. De MTO van het structureel overheidssaldo wordt op basis van de volatiliteit van de economische groei per lidstaat vastgesteld. Om tot een structureel begrotingssaldo voor de MTO te komen, wordt er gebruikgemaakt van de output gap, waarbij het verschil tussen de werkelijke en potentiële groei wordt berekend. Volgens het SGP moet het structureel saldo jaarlijks met 0,5% bbp verbeteren wanneer een lidstaat niet voldoet aan zijn MTO.
2. Lidstaten die niet voldoen aan de MTO, dienen zich te houden aan de uitgavenregel, die voorschrijft dat de netto overheidsuitgaven (dat wil zeggen: gecorrigeerd voor belastinguitgaven) niet harder mogen toenemen dan de gemiddelde potentiële economische groei.

#### Nieuwe Europese begrotingsregels

De Europese Commissie heeft een voorstel voor nieuwe begrotingsregels gedaan, waarbij grotere eenvoud, sterker nationaal eigenaarschap en betere handhaving als belangrijkste doelen worden genoemd. De in de Europese verdragen verankerde normen van 3% en 60% zullen blijven bestaan (Tordoir et al., 2023). De Commissie wil een nieuw systeem creëren waarbij de focus ligt op schuldhoudbaarheid met de *net expenditure path* als enkele operationele indicator. Hiermee komen de normen voor schuldreductie van 1/20 en het verbeteren van het structureel saldo met 0,5% te vervallen.

Binnen de nieuwe begrotingsregels wil de Commissie individuele afspraken maken met lidstaten die zich op de langere termijn richten. Deze meerjarige begrotingsplannen zullen zich over een periode van vier, of in combinatie met overeengekomen investeringen en hervormingen, zeven jaar strekken. Het idee is dat, in tegenstelling tot de nu geldende uniforme en starre schuldreductiedoelstellingen voor alle lidstaten die de

---

<sup>11</sup> De Europese begrotingsregels zijn tijdens de COVID-19-crisis, door het activeren van de ontsnapingsclausule, buiten werking gezet. Nu de crisis voorbij lijkt, dienen lidstaten zich weer aan Europese begrotingsregels te houden.



schulddrempel van 60% overschrijden, er individuele haalbare afspraken worden gemaakt binnen een langer tijdspad met aandacht voor landenspecifieke omstandigheden.

Om toe te zien op de naleving van het afgesproken schuldreductietraject door een lidstaat zal de Commissie gebruikmaken van een ‘debt sustainability analysis’ (DSA), oftewel een schuldhoudbaarheidsanalyse. Binnen deze analyses wordt beoordeeld of een overheid kan voldoen aan huidige en toekomstige betalingsverplichtingen op basis van fiscale, macro-economische, en financiële variabelen bij verschillende scenario’s gedurende een langere periode (meestal tien jaar). Vervolgens worden landen op basis van DSA’s in verschillende risicocategorieën geplaatst. Net als bij de huidige regels kan de Commissie bij het niet nakomen van de gemaakte afspraken handhaven door een buitensporigtekortprocedure te starten. De Commissie komt in haar voorstel met twee aanvullende handhavinginstrumenten: minisancities bij niet naleving met de hoop dat de Raad wel akkoord gaat met de door de Commissie voorgelegde sancties, en niet-materiële zogenoemde reputatiesancities waarbij bijvoorbeeld ministers van lidstaten met excessieve tekorten voor het Europees Parlement verklaring dienen af te leggen.

## Debat

Naar aanleiding van het Commissievoorstel is er een levendige discussie ontstaan over de uiteindelijke vorm van de nieuwe begrotingsregels. Zo heeft Duitsland bijvoorbeeld laten weten voorstander te zijn van algemene regels omtrent structurele tekorten en schuldquotes (Blanchard en Zettelmeyer, 2023). In het Duitse voorstel dienen lidstaten met hoge schulden deze jaarlijks met 1% terug te brengen; lidstaten met lagere schulden hoeven deze maar met 0,5% per jaar terug te brengen.

### 3.5.4 Trendmatig begrotingsbeleid

Nederland voert sinds 1994 (op papier) een trendmatig begrotingsbeleid. Dit is eerder een raamwerk van regels en procedures dan een echt anker. Het trendmatig begrotingsbeleid combineert regels voor inkomsten en uitgaven en hanteert een strikte scheiding tussen beide zijden van de begroting. Aan het begin van een kabinetsperiode wordt voor ieder jaar een inkomstenkader en een uitgavenplafond vastgesteld. Het inkomstenkader legt enkel beleidsmatige veranderingen van de lasten vast: de totale belastinginkomsten mogen vrij meebewegen met de conjunctuur, wat leidt tot automatische stabilisatie. De uitgavenplafonds (er zijn aparte plafonds voor zorg, sociale zekerheid en rijksbegroting in enge zin) hebben wel betrekking op het niveau van de uitgaven en worden in reële termen vastgesteld. Door de jaren heen zijn er aanpassingen gedaan aan welke uitgaven onder de plafonds vallen. Zo vallen de niet beleidsmatige WW-uitgaven momenteel buiten het plafond, hetgeen de automatische stabilisatie verder versterkt. In de laatste kabinetsperiode is ook een apart plafond voor investeringen gecreëerd.

## 4 Beoordeling ankers

Na verschillende ankers en begrotingsraamwerken te hebben besproken, zullen we ze hier beoordelen op een breed scala van criteria. Dat betreft allereerst de mate waarin de verschillende ankers volgens de bekeken literatuur aansluiten bij de doelen van begrotingsbeleid: financiële houdbaarheid, macro-economische stabilisatie en intergenerationele neutraliteit. Daarnaast wordt waar relevant stilgestaan bij meer praktische criteria: de eenvoud en eenduidigheid, en de mate waarin een anker geloofwaardig en handhaafbaar is. De beoordeling is per anker gerangschikt, maar zoals eerder betoogd zijn ankers onlosmakelijk verbonden met regels die aangeven hoe het anker wordt bereikt. Daar waar de beoordeling afhankelijk is van de regel waarmee het anker is geoperationaliseerd, geven we dat dan ook zoveel mogelijk aan.

### 4.1 Schuldankers

De drie genoemde schuldankers – plafond, vast getal en bandbreedte – leiden er allemaal toe dat de financiële houdbaarheid niet in gevaar komt, zolang maar voldoende prudente streefwaarden worden gekozen.

Prudentie vereist in dit geval dat met meerdere toekomsten wordt rekening gehouden. Scherpe veranderingen in de rente kunnen bijvoorbeeld het risico van financiële houdbaarheid significant vergroten.

De verhouding van schuldankers tot het doel van macro-economische stabilisatie is sterk afhankelijk van de frequentie waarmee de bijbehorende regel wordt aangepast. Bij een jaarlijkse aanpassing resulteert een fors risico dat een schuldanke een procyclische uitwerking heeft op de economie. Bij een vierjarige frequentie is dit gevaar een stuk kleiner. Het criterium van intergenerationele neutraliteit speelt bij de drie schuldankers geen rol.

Schuldankers hebben als voordeel dat ze eenvoudig zijn, ze zijn voor veel mensen te begrijpen. Het gegeven dat het lastig te motiveren is hoe hoog de streefwaarde precies zou moeten zijn, kan wel discussie opleveren. De geloofwaardigheid hangt sterk af van de uitvoering?. Wanneer beoogd wordt de schuldquote in een beperkte tijdsspanne sterk te reduceren, zal het beleid weinig geloofwaardig zijn. Dit geldt momenteel voor veel landen bij de 60%-norm uit het SGP. Een schuldanke met een bandbreedte of een plafond zal in de praktijk vaak niet bindend zijn, en geeft dan geen eenduidige sturing. In die gevallen zou een schuldanke kunnen worden aangevuld met een saldo-anker.

## 4.2 Ankers voor het saldo

De ankers voor het saldo – het feitelijke saldo<sup>12</sup> en het structurele saldo – scoren minder goed dan de schuldankers op het aspect van financiële houdbaarheid. Na een serie tegenvallers kan het beleid er weliswaar in slagen het saldo weer op de rit te krijgen; de opgetreden toename van de schuldquote wordt daardoor echter niet ongedaan gemaakt, waarmee de schuldhoudbaarheid in gevaar kan komen. De frequentie waarmee de regel wordt aangepast, speelt hier een rol. Naarmate het beleid frequenter wordt aangepast aan veranderende economische omstandigheden, is dit risico meer beperkt.

De verschillende saldo-ankers verschillen ook van elkaar. Het feitelijke saldo is transparant en eenvoudig, maar heeft als nadeel dat het lastig te beheersen is omdat zowel de rentelasten als conjuncturele effecten niet onder directe controle vallen van de overheid. Indien beleid frequent wordt aangepast, is er een gerede kans dat beleid procyclisch uitpakt, omdat in slechte tijden extra dient te worden bezuinigd. Dat leidt tot een grotere macro-economische volatiliteit. Dit probleem is kleiner wanneer met een (ruime) bandbreedte voor het feitelijke saldo wordt gewerkt of wanneer langdurige afwijkingen van het tijdpad zijn toegestaan.

Op het aspect van de anticyclische uitwerking scoort het structureel saldo beter dan het feitelijke saldo, doordat gecorrigeerd wordt voor mee- en tegenvallers bij de economische groei. Nadeel van het structurele saldo is dat het afhankelijk is van niet-observeerbare variabelen zoals de output gap en de begrotingselasticiteit. Hierdoor is de toepassing van het structurele saldo minder eenvoudig en kan handhaving moeilijker zijn.

## 4.3 Barro-regel

De Barro-regel, een constante belastingdruk, vertoont zoals hierboven aangegeven een sterke overeenkomst met het houdbaarheidssaldo. Een verschil is dat het houdbaarheidssaldo geen beperkingen oplegt aan de beleidsinstrumenten die kunnen worden ingezet om houdbaarheid te bereiken, terwijl de Barro-regel zich volledig concentreert op de inkomstenkant. Dit verschil is echter van weinig betekenis: de Barro-regel is het resultaat van een academische exercitie die de implicaties van *tax smoothing* wilde bestuderen en daarom de uitgavenkant achterwege heeft gelaten.

---

<sup>12</sup> Het primaire saldo verschilt weinig van het feitelijke saldo, we bespreken het daarom niet apart.

## 4.4 Golden Rule

De golden rule houdt rekening met de effecten van investeringen op de intergenerationele verdeling, maar de effecten van vergrijzing blijven buiten beeld. Omdat dit anker verder grote gelijkenis vertoont met het feitelijk saldo, geldt ook hier dat dit anker bij een strikte interpretatie (frequente aanpassing) procyclisch kan uitpakken. Financiële houdbaarheid is in theorie niet gegarandeerd omdat er in beginsel een oneindig grote schuld kan worden aangegaan als er maar voldoende rendabele investeringen zijn, dit risico lijkt in de praktijk echter niet groot.

Een belangrijker bezwaar is dat de golden rule een premie zet op het label 'investering'. In de praktijk kan dit leiden tot het oprekken van de definitie van wat tot de investeringen gerekend mag worden. Dat risico is niet denkbeeldig, gezien bijvoorbeeld ervaringen uit het verleden met het Fonds Economische Structuurversterking (FES).

## 4.5 Houdbaarheidssaldo

Een houdbaarheidssaldo brengt per definitie in beeld wat een gelijke behandeling van verschillende generaties inhoudt voor begrotingsbeleid. Nadeel van het houdbaarheidssaldo is dat het een vrij complexe maatstaf is en dat voor de berekening ervan een groot aantal aannames moet worden gedaan (de invulling van constante arrangementen, de definitie van nettoprofijs, de keuze van de discontovoet en de lengte van de beschouwde periode). Dit maakt dat het houdbaarheidssaldo minder goed scoort op eenvoud dan de andere ankers, en ook minder geloofwaardig kan zijn. Bovendien wordt in de huidige vormgeving nog geen rekening gehouden met brede welvaartseffecten.

Het houdbaarheidssaldo heeft als anker niet de financiële houdbaarheid als primaire doel: de analyse laat de schuld stabiliseren, maar houdt geen rekening met de risico's verbonden aan een hoge overheidsschuld. Tot slot brengt ook het houdbaarheidssaldo het risico van procyclisch beleid mee, wanneer het beleid frequent (denk aan jaarlijks) wordt aangepast. Bij een ruime aanpassingstermijn is dit risico minder groot.

## 4.6 Voorstel van Furman en Summers

Het voorstel van Furman en Summers voor een vergroting van publieke investeringen en een streven naar een structureel tekort wordt niet gekwantificeerd, wat een praktische toepassing in de weg staat. Voor de rentelastennorm (de rentelasten in termen van het bbp moeten niet te sterk stijgen noch uitstijgen boven de 2%) geldt hetzelfde. Het voorstel werkt mogelijk goed uit op de macro-economische stabilisatie omdat volop ruimte wordt geboden aan automatische stabilisatoren.

Wat de rentelastennorm betreft, lijkt het voorstel van Furman en Summers uniek. Wanneer men echter de rente en de inflatie als gegeven beschouwt, dan komt het voorstel neer op een schuldnorm. Wel verschilt deze schuldnorm mogelijk op twee punten van de bovengenoemde schuldankers. Allereerst staan Furman en Summers hogere schuldquotes toe dan sommige andere auteurs. Daarnaast is de schuldnorm een variabele norm die sterk afhankelijk is van het niveau van de reële rente. Een verdubbeling van deze rente zou de toegestane schuldquote in een klap halveren. Deze volatiliteit maakt de norm potentieel moeilijk te hanteren in de praktijk.

## 4.7 Voorstel van Blanchard, Leandro en Zettelmeyer

Het voorstel van Blanchard, Leandro en Zettelmeyer om bij EU-begrotingsregels rekening te houden met landspecifieke factoren, komt tegemoet aan het euvel van uniforme regels: voor sommige lidstaten zijn de budgettaire uitdagingen groter dan ze aankunnen. Dit vergroot de kans dat het beleid in praktijk haalbaar is en

kan zo de geloofwaardigheid vergroten. Daar staat tegenover dat de weging van de landspecifieke situatie subjectiever is dan een eenduidige norm, waardoor de handhaving onder druk kan komen te staan.

Het voorstel scoort daarnaast goed op het punt van macro-economische stabilisatie. Door beleid toe te spitsen op landspecifieke condities, kan worden rekening gehouden met de stand van de macro-economie. Eenvoudig is het voorstel echter niet. Uitkomsten van SDSA's kunnen op verschillende manieren worden uitgelegd en geïnterpreteerd. Daarmee impliceert het voorstel een risico dat beleid in de praktijk minder gewicht geeft aan het risico van financiële onhoudbaarheid dan bijvoorbeeld een schuldnorm.

## 4.8 Raamwerk Europese regels

Een definitieve beoordeling van de nieuwe Europese begrotingsregels is lastig zolang het debat daarover nog wordt gevoerd en het voorstel dus nog niet stilstaat. Het voorstel van de EC laat, net als het voorstel van Blanchard, Leandro en Zettelmeyer, landspecifieke factoren meewegen. Sommige voor- en nadelen zijn dus vergelijkbaar met dat voorstel: de haalbaarheid en de geloofwaardigheid zijn positief, de handhaving kan in de praktijk lastig blijken. Het idee om de aanpassingstermijn enigszins te laten variëren afhankelijk van investeringsplannen, kent elementen van de golden rule. Daarmee geeft het dus ruimte aan intergenerationele overwegingen, maar bestaat ook het risico dat het begrip 'investering' wordt opgerekt, hetgeen de handhaving bemoeilijkt. Gegeven de risico's over handhaving zou het voorstel aan kracht kunnen winnen als het hand in hand gaat met een versterking van de onafhankelijke beoordeling door de Independent Fiscal Institutions (IFI's).

De Duitse tegenvoorstellen bij het voorstel van de EC kunnen begrepen worden vanuit het debat over rules versus standards: een harde regel voor schuldreductie zou de regels eenduidiger, maar ook minder flexibel maken.

Ten aanzien van het huidige raamwerk (de Europese begrotingsregels zoals ze golden totdat de coronapandemie uitbrak) vallen twee aspecten op. Het eerste is de veelheid van ankers en regels die soms met elkaar conflicteerden (Blanchard et al., 2020). Het tweede aspect is de gebrekkige naleving van de EU-regels. De tekortnorm is regelmatig door lidstaten geschonden en de schulden van lidstaten zijn in het algemeen sterk opgelopen, waarmee de 60%-norm ook aan geloofwaardigheid heeft verloren. Dit kan te maken hebben met het feit dat de regels complex zijn en niet logisch op elkaar aansluiten. Politiek-economische factoren lijken daarnaast ook een rol te hebben gespeeld.

## 4.9 Trendmatig begrotingsbeleid

Het trendmatig begrotingsbeleid is het raamwerk dat in Nederland voor het begrotingsbeleid wordt gehanteerd. Dit trendmatig begrotingsbeleid heeft veel weg van het structureel saldo, daarmee scoort het goed op automatische stabilisatie. Een formele band met het criterium van intergenerationele neutraliteit is er niet, hoewel dit criterium bij de invulling van het beleid wel kan worden meegenomen. Hetzelfde geldt voor de overheidsschuld: het verwachte verloop van de overheidsschuld kan bij de invulling van het beleid worden meegenomen. Toch is financiële houdbaarheid, net als bij het structurele saldo, niet gegarandeerd.

Het raamwerk is niet altijd eenvoudig te begrijpen en te controleren, in het bijzonder het inkomstenkader kan soms Byzantijns aandoen met talloze herijkingen en kadercorrecties. De splitsing van collectieve uitgaven in drie aparte kaders beperkt daarnaast de flexibiliteit van het beleid.

# Literatuur

- Adema, Y. en I. van Tilburg (2019), *Zorgen om morgen*, CPB, Den Haag.
- Aguiar, M., S. Chatterjee, H. Cole en Z. Stangebye (2016), Quantitative Models of Sovereign Debt Crises, in J.B. Taylor en H. Uhlig (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Volume 2B, Elsevier, pp. 1697-1755.
- AIReF (2022), Reform of the Fiscal Governance Framework: A Debt Anchor and Expenditure Rule Proposal for Spain, Technical Paper 3/22.
- Barro, R.J. (1979), On the Determination of the Public Debt, *Journal of Political Economy* 87, pp. 940-971.
- Beetsma, R., M. Giuiliodori en P. Wierds (2009), Planning to cheat: EU fiscal policy in real time, *Economic Policy*, October, pp. 755-794.
- Bénassy-Quéré et al. (2018), Reconciling risk sharing with market discipline: a constructive approach to euro area reform, CEPR Policy Insight no. 91.
- Blanchard, O. (2022), Fiscal Policy Under Low Interest Rates, MIT Press, <https://fiscal-policy-under-low-interest-rates.pubpub.org>.
- Blanchard, O. en J. Zettelmeyer (2023, 18 april). *Fixing Germany's fixes of the European Commission's fiscal governance proposal*. Bruegel. <https://www.bruegel.org/analysis/fixing-germanys-fixes-european-commissions-fiscal-governance-proposal>
- Blanchard, O., A. Leandro en J. Zettelmeyer (2020), Redesigning the EU Fiscal Rules: From Rules to Standards, Economic Policy, 72nd Economic Policy Panel Meeting 22-23 October.
- Bi, H. (2012), Sovereign default risk premia, fiscal limits, and fiscal policy, *European Economic Review* 56, pp. 389-410.
- Caselli, F. en P. Wingender (2021), Heterogeneous effects of fiscal rules: The Maastricht fiscal criterion and the counterfactual distribution of government deficits, *European Economic Review* 136, 103748.
- CBO (2020), The 2020 Long-Term Budget Outlook.
- Celasun, O., X. Debrun en J. Ostry (2006), Primary Surplus Behavior and Risks to Fiscal Sustainability in Emerging Market Countries: A "Fan-Chart" Approach, *IMF Staff Papers* 53, pp. 401-25.
- Ciurila, N., A. Elbourne, R. Luginbuhl, R. Teulings (2022), Structural causes of low interest rates, CPB, July.
- Coibion, O., Y. Gorodnichenko en M. Ulate (2018), The Cyclical Sensitivity in Estimates of Potential Output, *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, pp. 343-411.
- Darvas, Z. (2019), Why structural balances should be scrapped from EU fiscal rules, Bruegel.
- Debrun, X., L. Moulin, A. Turrini, J. Ayuso-i-Casals en M.S. Kumar (2008), Tied to the mast? National fiscal rules in the European Union, *Economic Policy*, April, pp. 299-343.
- Debrun, X., J.D. Ostry, T. Willems en C. Wyplosz (2019), Public Debt Sustainability, Discussion Paper 14010, CEPR.
- D'Erasmus, P., E.G. Mendoza en J. Zhang (2016), What is a Sustainable Debt?, in J.B. Taylor en H. Uhlig (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Volume 2B, Elsevier, pp. 2493-2597.
- European Commission (2021), The 2021 Ageing Report - Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2019-2070), Institutional Paper 148.
- European Commission. (2022, 9 november). *Building an economic governance framework fit for the challenges ahead*. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_22\\_6562](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_6562)

- European Commission (2022), Fiscal Sustainability Report 2021, Volume 1, Institutional Paper 171.
- European Fiscal Board (2020), Assessment of the fiscal stance appropriate for the euro area in 2021, Brussels.
- European Fiscal Board (2022), Annual Report 2022, Brussels.
- Eyraud, L., X. Debrun, A. Hodge, V. Lledó en C. Pattilo (2018), Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability, IMF Staff Discussion Note.
- Feld, L., C. Schmidt, I. Schnabel and V. Wieland (2018), Refocusing the European Fiscal Framework. VoxEU.org, September 12.
- Fournier, J.-M. en F. Fall (2017), Limits to government debt sustainability in OECD countries, *Economic Modelling* 66, pp. 30-41.
- Furman, J. en L. Summers (2020), A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates, mimeo.
- Ghosh, A.R., J.I. Kim, E.G. Mendoza, J.D. Ostry en M.S. Qureshi (2013), Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies, *Economic Journal* 123, pp. F4-F30.
- Hauptmeier, S. en C. Kamps (2022), Debt policies in the aftermath of COVID-19 – The SGP's debt benchmark revisited, *European Journal of Political Economy*.
- Heimberger, P. (2022), Do higher public debt levels reduce economic growth?, *Journal of Economic Surveys*, pp. 1-29.
- Heinemann, F., M.-D. Moessinger en M. Yeter (2018), Do fiscal rules constrain fiscal policy? A meta-regression-analysis, *European Journal of Political Economy* 51, pp. 69-92.
- Hers, J. en W. Suyker (2014), Structural budget balance - *A love at first sight turned sour*, Policy Brief, CPB.
- Jiang, W., T.J. Sargent, N. Wang en J. Yang (2022), A P Theory of Government Debt and Taxes, NBER Working Paper 29931.
- Kam, C. A. de, W.D. Bolhuis en J.H.J. Lukkezen (2021), Met verstandige regels is er tot vijftig miljard extra begrotingsruimte, *Economisch Statistische Berichten* 106(4800), pp. 376-379.
- Kopits, M.G. en M.S.A. Symansky (1998), Fiscal policy rules, IMF.
- Kryeziu, N. (2019), The impact of inflation on economic growth: The case of Eurozone, *Journal of Finance & Banking Studies* 8, pp. 1-9.
- Larch, M., E. Orseau en W. van der Wielen (2021), Do EU fiscal rules support or hinder counter-cyclical fiscal policy?, *Journal of International Money and Finance* 112, 102328.
- Lledó, V.D., P. Dudine, L. Eyraud en A. Peralta-Alva (2018), How to select fiscal rules: a primer.
- Lukkezen, J. en C. Teulings (2013), Stabiliserend begrotingsbeleid, Achtergronddocument, CPB.
- Maebayashi, N. (2023), The pace of fiscal consolidations, fiscal sustainability, and welfare: An overlapping generations approach, *Journal of Macroeconomics* 75, 103485.
- Metselaar, L., R. Rey en L. Rosenberg (2023), Cyclisch begrotingsbeleid, CPB.
- OBR (2020), Fiscal sustainability report, July 2020.
- Reinhart, C.M. en K.S. Rogoff (2010), Growth in a Time of Debt, *American Economic Review: Papers and Proceedings* 100, pp. 573-578.
- Reinhart, C.M., K.S. Rogoff en M. Savastano (2003), Debt Intolerance, in W. Brainard en G. Perry (eds.), *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 1-62.
- Sveriges Riksdag (2023), The Budget Bill, [link](#).

Toor, J. van en A. Nibbelink (2023), Klimaatverandering en intergenerationele verdeling van financiële lasten, CPB.

Tordoir, S., J. van Dijk en V. Ziesemer (2023, 17 april). *Five proposals for enforceable EU fiscal rules*. Centre for European Reform, [link](#).

Tweede Kamer (2022), Nota over de toestand van 's Rijks Financiën, Kamerstuk 35 925. Suyker, W. (2016), Opties voor begrotingsbeleid. Meer automatische stabilisatie gewenst, Policy Brief, CPB.

Westerhout, E. (2021), Hoe meten we of de overheidsfinanciën houdbaar zijn?, Achtergronddocument, CPB.