

De Europese overheidsfinanciën tijdens de crisis

De ontsporing van de Europese overheidsfinanciën sinds de kredietcrisis wordt vaak toegeschreven aan gebrekkige naleving van Europese begrotingsregels in eerdere jaren. Hoewel dit medebepalend is, blijkt de verslechtering van begrotingsposities gedurende 2009 belangrijker. De omvang van deze verslechtering blijkt gerelateerd aan de eerdere opbouw van macro-economische onevenwichtigheden.

NIELS GILBERT
Econoom bij De
Nederlandsche Bank

JEROEN HESSEL
Econoom bij De
Nederlandsche Bank

Het is alom bekend dat de naleving van de budgettaire regels in de eurozone te wensen over heeft gelaten. Al snel na de start van de EMU lieten verschillende landen de budgettaire teugels vieren. Landen voldeden in hun toekomstplannen weliswaar aan de doelstellingen uit het Stabiliteits- en Groeipact, maar maakten deze plannen in de praktijk zelden waar (DNB, 2010). De budgettaire uitgangspositie voor de crisis was daarom lang niet zo goed als deze zou zijn geweest bij volledige naleving van het Stabiliteits- en Groeipact. Direct voor de crisis voldeed slechts een deel van de landen aan hun doelstelling op de middellange termijn voor het structurele begrotingssaldo (tabel 1). Ook hadden veel landen nog steeds een veel te hoge schuld. Deze slechte uitgangspositie speelde het sterkst in enkele van de huidige probleemlanden: Griekenland, Portugal en Italië. Het gold opvallend genoeg echter niet voor Spanje en Ierland, die in 2007 een begrotingsoverschot en een zeer lage staatsschuld hadden. De slechte budgettaire uitgangspositie heeft dus meegespeeld bij de huidige problemen, maar is niet de enige verklaring.

STIJGING BEGROTINGSTEKORT GROTER DAN VERWACHT

Gedurende 2009 kreeg de kredietcrisis effect op de overheidsfinanciën. De budgettaire verslechtering die toen optrad bleek veel groter dan waar de begrotingsregels van de Europese Unie op berekend waren. In het voorjaar van 2008 voorspelde de Europese Commissie voor 2009 nog een gemiddeld begrotingstekort van 1,1 procent van het bbp in de eurozone. Door de crisis kwam dit gemiddelde begrotingstekort uiteindelijk maar liefst 5,2 procentpunt hoger uit (figuur 1). Met de kennis en data van nu had de eurozone voor de crisis gemiddeld dus een overschot van meer dan twee procent van het bbp moeten nastreven om in 2009 binnen de drieprocentgrens te blijven.

Volgens de Europese Commissie (2011) is zo'n 1,7 procentpunt van deze stijging van het tekort te wijten aan de conjuncturele neergang. De overige 3,5 procentpunt uit zich in een verslechtering van het structurele saldo, het begrotingssaldo gecorrigeerd voor de stand van de conjunctuur. Een deel hiervan houdt verband met genomen beleidsmaatregelen. Budgettaire stimuleringspakketten en steun aan de financi-

Budgettaire startpositie in 2007, in procenten van het bbp

TABEL 1

	Gri ¹	Por	Ita	Dui	Ned	Ier	Spa
Feitelijk saldo	-6,4	-3,1	-1,5	0,3	0,2	0,1	1,9
Structureel saldo	-7,1	-2,6	-1,3	-0,1	0,1	0	2,1
Schuldquote	105,4	68,3	103,6	64,9	45,3	25	36,1

¹ Voor Griekenland zijn dit de realisaties na herziening van de budgettaire cijfers in 2009.

Bron: EC Spring Forecast 2011

SINDS 1916

ele sector dreven de structurele begrotingstekorten met gemiddeld 1,1 procent van het bbp op. Maar geschoond voor deze effecten verslechterde het structurele begrotingssaldo gemiddeld nog altijd met 2,4 procent van het bbp. In Portugal, Spanje, Ierland en Griekenland was deze geschoonde verslechtering van het structurele saldo met gemiddeld 8,7 procent van het bbp nog veel groter. Griekenland is hierbij een geval apart, omdat ook het tekort in eerdere jaren aanmerkelijk hoger bleek te liggen dan bij de voorspellingen in het voorjaar van 2008 bekend was.

STRUCTUREEL SALDO ONBETROUWBAAR

De grote verslechtering van het structurele begrotingssaldo is opmerkelijk, omdat het in theorie niet op de conjunctuur zou moeten reageren. Het is al langer bekend dat de schatting van het structurele saldo vooral rond conjuncturomslagen toch fluctueert (Hughes Hallet *et al.*, 2012). Minder bekend is dat deze fluctuaties zo enorm groot kunnen zijn. Direct voor de crisis, in het voorjaar van 2008, raamde de Europese Commissie voor 2009 nog een structureel tekort van 0,8 procent van het bbp in de EMU, het laagste cijfer sinds begin jaren zeventig. Achteraf blijkt dit een veel te rooskleurige inschatting, want het gerealiseerde structurele tekort van 4,3 procent steekt hier schril tegen af.

Een reden voor de onbetrouwbaarheid van het structurele saldo is dat de trendmatige groei doorgaans wordt overschat tijdens een hoogconjunctuur (Europese Commissie, 2007). Dit leidt tot een te positief beeld van het structurele saldo. Pas bij een recessie blijkt dat de groei van vóór de neergang voor een groter deel tijdelijk was dan gedacht, zodat de conjuncturomslag ook zorgt voor een verslechtering van het potentiële bbp en dus van het structurele saldo. Dit heeft zeker bij de diepe recessie van 2008 en 2009 een grote rol gespeeld. Uiteindelijk kwam de totale economische groei over 2008 en 2009 in de EMU bijna zeven procent lager uit dan vóór de crisis was geraamd. Bijna de helft hiervan (3,3 procent) komt door een lagere potentiële groei. Dit verklaart een deel van de verslechtering van de structurele saldi (figuur 2).

Het structurele saldo verslechterde ook doordat de overheidsfinanciën in een deel van de EMU landen gevoeliger bleken voor de tegenvallende groei dan was verwacht. Dit speelt vooral aan de inkomstenkant. Alleen in Griekenland stegen ook de uitgaven sterk, mede door de datarevisies uit eerdere jaren. De elasticiteit van de overheidsinkomsten ten opzichte van het bbp bleek tijdens de crisis veel hoger dan de standaardelasticiteit die op basis van een langere periode is geschat. Dit leidde tot een verslechtering van het structurele saldo. Er was al bekend dat deze inkomstenelasticiteit kan afwijken onder invloed van bijvoorbeeld fluctuaties in activaprijzen en van de verdeling van de groei tussen export en binnenlandse bestedingen (Europese Commissie, 2007). Er waren daarom aanwijzingen dat de belastinginkomsten voor de crisis in een aantal landen relatief hoog waren, maar de daling van de belastinginkomsten was toch nog onverwacht groot. Het effect liep op tot maar liefst 3,5 procent van het bbp in Portugal en Spanje (figuur 2).

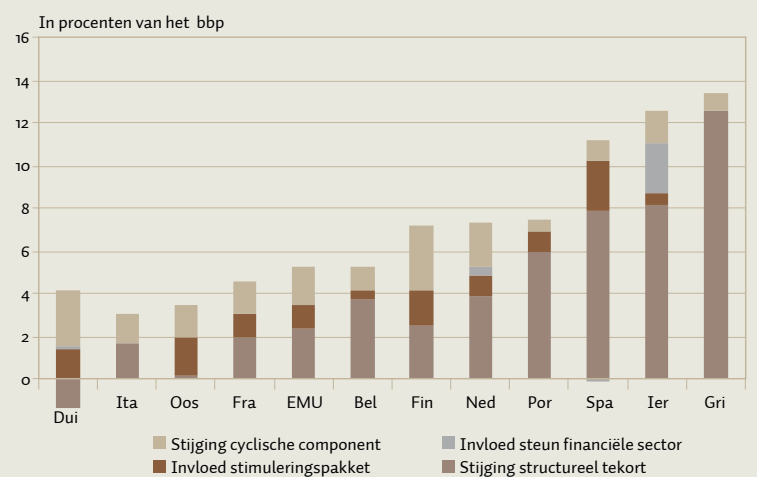
OOK SCHULDQUOTES STIJGEN

De fors opgelopen begrotingstekorten zijn de belangrijkste reden dat ook de staatsschuld in veel landen snel is gegroeid.

Van 2008 tot en met 2011 (voorlopige cijfers) steeg de gemiddelde staatsschuld in de EMU met bijna 22 procent van het bbp (figuur 3). In de probleemlanden Portugal, Ierland, Griekenland en Spanje was de stijging van de schuldquote met gemiddeld vijftig procent nog veel groter. Portugal, Ierland, Griekenland en Italië hebben inmiddels schuldquotes van boven de honderd procent van het bbp. Dit heeft in deze landen gezorgd voor twijfels over de schuldhoudbaarheid door financiële markten. Van deze landen hadden Griekenland en Italië ook voor de crisis al een hoge schuldquote. Maar Spanje en Ierland hadden voorafgaand aan 2008 juist nog een zeer lage staatsschuld (tabel 1).

Vershil realisatie begrotingstekort 2009 met verwachting, naar oorzaak

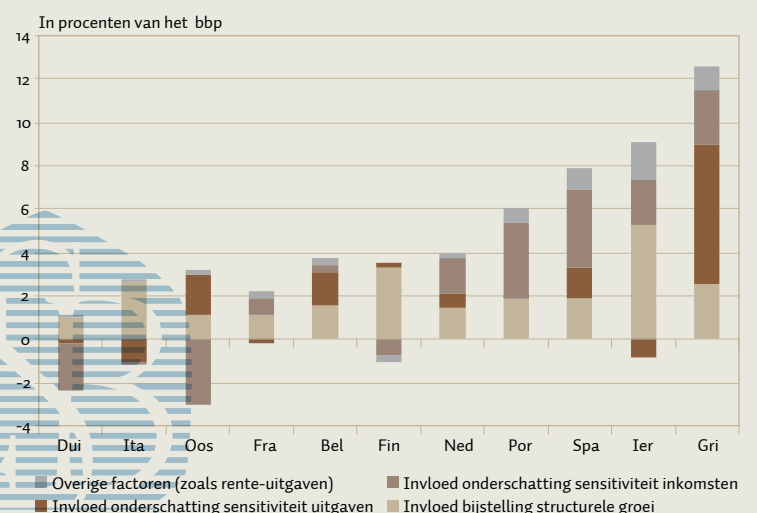
FIGUUR 1



Bron: EC Spring Forecast 2008; EC Spring Forecast 2011

Verslechtering structurele begrotingssaldo 2009, naar oorzaak

FIGUUR 2

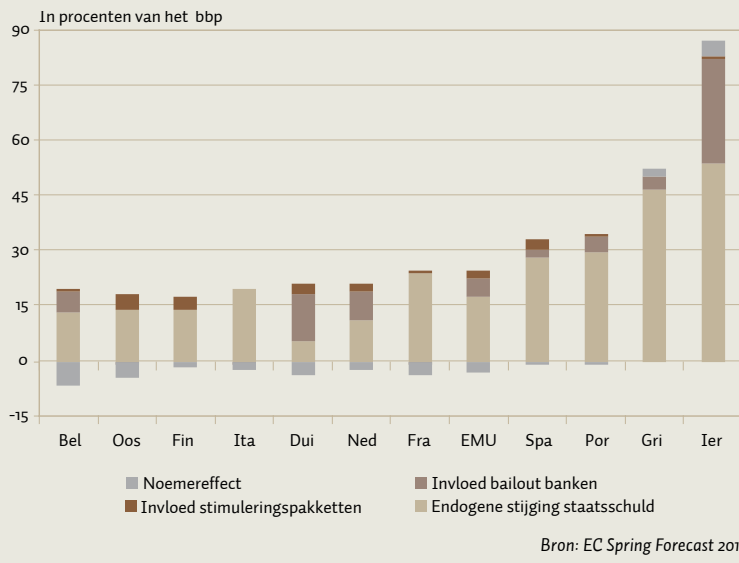


Bron: EC Spring Forecast 2008; EC Spring Forecast 2011

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Stijging staatsschuld 2008–2011, naar oorzaak

FIGUUR 3



Gemiddeld komt minder dan een kwart van de oploep van de staatsschuldquote in de EMU door steun aan de financiële sector en stimuleringsmaatregelen (garanties voor de financiële sector blijven hier buiten beschouwing, omdat deze pas tot een oploep van de schuld leiden als ze worden ingeroepen). Verreweg het grootste deel van de oploep van de schuldquote komt door de stijging van de begrotingstekorten vanwege veranderde economische omstandigheden. Alleen in Ierland zijn de kosten van de reddingsacties voor de bankensector met 28 procent van het bbp substantieel, maar de Ierse schuld was ook zonder die kosten explosief gestegen. De onzekerheid over de kosten van bancaire reddingsacties draagt waarschijnlijk wel extra bij aan de huidige financieringsproblemen in lidstaten. In Spanje en Ierland was

onzekerheid over de omvang van bancaire verliezen een van de oorzaken van het oplopen van de rente op staatobligaties. In Griekenland en Ierland speelde daarnaast ook het noemer-effect een kleine rol: het nominale bbp daalde over de periode 2008–2011, waardoor de schuld als percentage bbp toenam. Dit speelde in andere landen niet.

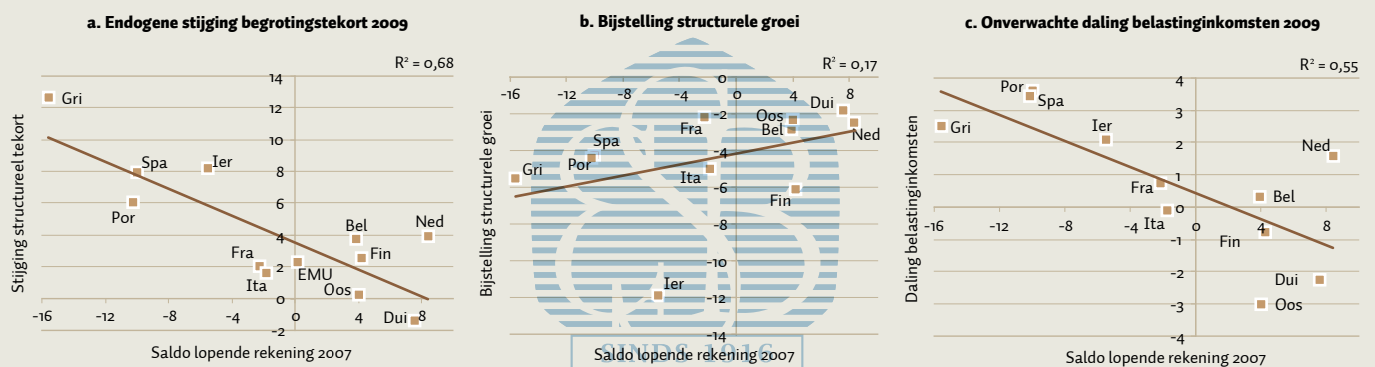
ONEVENWICHTIGHEDEN VERGROTEN VERSLECHTERING

In Portugal, Ierland, Spanje en Griekenland was de budgettaire verslechtering sinds 2008 zo groot, dat ook een strenge handhaving van de begrotingsregels de problemen niet had kunnen voorkomen. Deze uitzonderlijk grote verslechtering hangt samen met de macro-economische onevenwichtigheden die zich vóór de crisis in deze landen hadden opgebouwd. Een snelle kredietgroei stuwde vooral in Griekenland, Spanje en Ierland de huizenprijzen en de binnenlandse bestedingen op, terwijl een hardnekkig hoge inflatie en loongroei zorgden voor een geleidelijk verlies aan concurrentiekracht in al deze landen. Deze onevenwichtigheden resulteerden in forse tekorten op de lopende rekening, die zich sinds 2008 geleidelijk aan het corrigeren zijn. In de EMU bestaat een statistisch significante relatie tussen de stijging van de structurele begrotingstekorten ná de crisis en de omvang van onevenwichtigheden vóór de crisis – zoals benaderd met het saldo op de lopende rekening in 2007 (figuur 4a).

Een mogelijke verklaring voor dit verband is dat landen met onevenwichtigheden een sterkere omslag in de structurele groei hebben doorgemaakt. Voor de crisis leek de structurele groei extra hoog dankzij de groei van kredietverlening, lonen en huizenprijzen. Maar erna bleek deze hoge structurele groei deels een illusie, en werden deze landen juist geconfronteerd met een extra diepe en lange recessie. De correctie op de huizenmarkt, de relatief fragiele bankensector die daarvan het gevolg was en een gebrek aan concurrentievermogen kunnen de groei voor een langere periode drukken. Het verband tussen de onevenwichtigheden en de bijstelling van de structurele groei lijkt inderdaad aanwezig, maar is niet statistisch significant (figuur 4b).

Verband tussen onevenwichtigheden en de verslechtering van het begrotingstekort, in procenten van het bbp

FIGUUR 4



De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Een andere verklaring is dat juist in de landen met onevenwichtigheden een sterkere omslag in de overheidsinkomsten is opgetreden (Europese Commissie, 2010). Veel belastingen drukken namelijk vooral op de binnenlandse bestedingen, zoals de belasting op onroerend goed, de btw en de loonbelasting. De omslag in de binnenlandse bestedingen tijdens de crisis was gemiddeld genomen het grootst in de landen met onevenwichtigheden. Dit had zijn weerslag op de belastinginkomsten. Vóór de crisis zorgde de sterke stijging van huizenprijzen, lonen en bestedingen voor uitzonderlijk hoge belastinginkomsten. Erna worden belastinginkomsten echter sterk gedrukt door dalende huizenprijzen, hogere besparingen en de loonmatiging die nodig is om de concurrentiepositie te verbeteren. Er blijkt inderdaad een significant verband te bestaan tussen het saldo op de lopende rekening en de onverwachte daling van de overheidsinkomsten zoals gedefinieerd in figuur 3. Hierbij geldt dat in overschotlanden als Duitsland, Finland en Oostenrijk de belastinginkomsten gedurende 2009 juist minder daalden dan verwacht omdat de binnenlandse vraag redelijk overeind bleef (figuur 4c). In Nederland daalden de belastinginkomsten voor een overschotland echter relatief sterk, wat mogelijk samenhangt met de tegenvallende binnenlandse vraag.

BELEIDSIMPLICATIES

De budgettaire verslechtering was in veel landen veel groter dan waar de begrotingsregels rekening mee hielden. Zelfs als alle Europese regels strikt waren gehandhaafd en alle landen hadden voldaan aan hun doelstelling op de middellange termijn voor het structurele begrotingssaldo, was de budgettaire situatie nu niet rooskleurig geweest. Het gemiddelde begrotingstekort steeg immers met meer dan vijf procent van het bbp. Problemen kunnen alleen voorkomen worden als landen in goede tijden grotere buffers opbouwen. Er is hiervoor veel sterker preventief toezicht nodig. Landen moeten hierbij streven naar een structureel begrotingssaldo dat duidelijk ambitieuzer is dan de Europese begrotingsregels (via de doelstelling op de middellange termijn voor het structurele saldo) voorschrijven. De analyse toont aan dat het structurele saldo in de praktijk niet volledig voor de conjunctuur corrigeert, en in goede tijden een te rooskleurig beeld geeft. Een te mechanische handhaving van de regel voor het structurele saldo kan daarom leiden tot te weinig opbouw van buffers in goede tijden en tot budgettaire tegenvallers en pijnlijke procyclische bezuinigingen tijdens recessies.

De crisis heeft ook geleerd dat de staatsschuld na een scherpe recessie snel kan toenemen. Sinds 2008 is de staatsschuld als percentage van het bbp in meerdere eurolanden met ruim dertig procentpunt gestegen. In verschillende landen is de staatsschuld hierdoor toegenomen tot meer dan negentig procent van het bbp, een grens die vaak als kritiek wordt gezien omdat hierboven de schuld leidt tot een afname van de economische groei (Reinhart en Rogoff, 2010; Cecchetti *et al.*, 2011). De combinatie van een hoge schuld met een afnemend groeivermogen kan vervolgens zorgen voor twijfels over de schuldhoudbaarheid. Een schuld van onder de zestig procent van het bbp helpt om een beperkte verslechtering van de staatsschuld op te vangen zonder in de gevaarzone te komen.

Een lagere staatsschuld en een beter begrotingssaldo bieden echter geen garantie voor landen die met grote onevenwichtigheden kampen. De potentiële budgettaire effecten van deze onevenwichtigheden blijken namelijk zo groot, dat ze nooit

Zelfs als alle Europese regels strikt waren gehandhaafd en alle landen hadden voldaan aan hun doelstelling op de middellange termijn voor het structurele begrotingssaldo, was de budgettaire situatie nu niet rooskleurig geweest

volledig via buffers zijn op te vangen. Dat zou onrealistisch hoge begrotingsoverschotten en onrealistisch lage schuld niveaus vereisen. Het is daarom onontkoombaar dat landen in de EMU ook de onevenwichtigheden zelf voortvarend aanpakken. De nieuwe Europese macro-economische onevenwichtigheden procedure biedt hiertoe een eerste aanzet.

LITERATUUR

- Cecchetti, S.G., M.S. Mohanti en F. Zampolli (2011) *The real effects of debt*. Paper voor het 2011 Jackson Hole symposium.
- DNB (2010) *Versterking begrotingsdiscipline in het eurogebied*. DNB *Kwartalbericht*, juni 2010.
- Europese Commissie (2007) *Public Finances in EMU 2007*. Brussel: Europese Commissie.
- Europese Commissie (2010) *Public Finances in EMU 2010*. Brussel: Europese Commissie.
- Europese Commissie (2011) *Spring Forecast 2011*. Brussel: Europese Commissie.
- Hughes Hallett, A., R. Kattai en J. Lewis (2012) How reliable are cyclically adjusted budget balances in real time? *Contemporary Economic Policy*, 30(1), 75–92.
- Reinhart, C. en K. Rogoff (2010) Growth in a time of debt. *NBER Working Paper*, 15639.