

Een nieuw pact voor stabiliteit en groei in Europa

Het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) legt beperkingen op aan de overheidsfinanciën van de landen van de EU. Een uitbreiding van het SGP met extra voorwaarden aan externe schuldposities van de individuele landen is gewenst.

Op 1 januari 1999 werd de euro officieel geïntroduceerd als Europese eenheidsmunt voor elf EU-landen. Een van de belangrijkste zorgen tijdens de aanloop naar de euro was de kans op uit de hand lopende nationale overheidsfinanciën. Europese politici en beleidsmakers kregen nachtmerries van het idee dat een van de eurolanden zo erg in de financiële problemen zou komen dat het een beroep zou moeten doen op monetaire of budgettaire steun van de EU. Om te voorkomen dat individuele landen deelname aan de euro als een impliciete garantie voor financiële steun zouden zien en op basis daarvan ongewenst gedrag zouden gaan vertonen, zijn daarom harde afspraken gemaakt.

Aan de monetaire kant heeft de ECB een zeer grote mate van onafhankelijkheid gekregen, zijn ook alle nationale centrale banken onafhankelijk gemaakt en is monetaire financiering van de nationale overheidsschuld uitgesloten. Ook aan de budgettaire kant is ingegrepen. Om mee te mogen doen aan de euro moest elk land zijn overheidsfinanciën op orde hebben. De kwantificering van dat entreecriterium was dat het overheidstekort niet groter dan drie procent van het bbp mocht zijn en de staatsschuld niet hoger dan zestig procent van het bbp. Het SGP moest na de start van de euro zorgen voor duurzame overheidsfinanciën.

In de praktijk zijn de budgettaire criteria altijd wat rekkelijker gehanteerd dan de monetaire. Incidenteel zijn de politieke spanningen ook opgelopen wanneer een of meer landen uit de pas dreigden te gaan lopen en om hen moverende redenen excessieve financieringstekorten gingen realiseren. Vooral in 2003 toen het daarbij om Duitsland en Frankrijk ging, spande het er even om. Niettemin leek tot voor kort de zaak redelijk onder controle. De meeste landen hielden zich ongeveer aan de eisen van het SGP.

De huidige wereldwijde crisis heeft laten zien dat de overheidsfinanciën nog steeds maar beperkt onder controle zijn. Vrijwel alle landen van het eurogebied hebben nu weer financieringstekorten boven de drie procent. Herstel zal bovendien een kwestie van lange adem zijn. Vooral de traditioneel zwakke economieën liggen onder vuur. Op 8 decem-

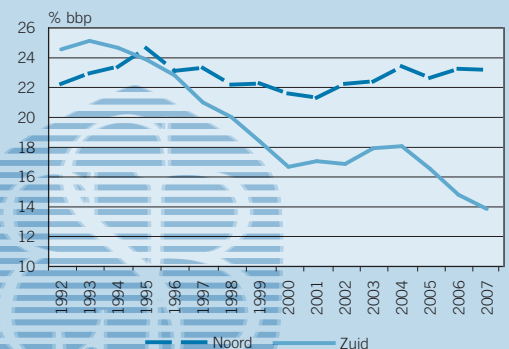
ber verlaagde kredietbeoordelaar Fitch de status van Griekenland naar BBB+. Niet verrassend bij een financieringstekort van bijna dertien procent. Ook voor Spanje dat eerder dit jaar zijn rating al zag dalen van AAA naar AA+ dreigt een verdere afwaardering. Italië heeft al eerder een afwaardering gekend en voor andere landen met grote financieringstekorten, zoals Portugal en Ierland, wordt gevreesd. Een direct zichtbaar gevolg van de interne verschillen binnen het eurogebied is het uiteenlopen van de te betalen rente op de staatsschuld. De afgelopen tien jaar zijn die verschillen vrijwel permanent klein geweest, in de orde van grootte van ten hoogste enkele tientallen basispunten. Op dit moment betaalt Griekenland echter al ongeveer 2,5 procent meer dan Duitsland. Duitsland fungeert hierbij als benchmark met standaard de laagste rente in het eurogebied vanwege zijn dominante economische status, zijn kredietwaardigheid en de liquiditeit van zijn obligatiemarkt.

Dat de financiële crisis de aanleiding is geweest van deze explosie van de overheidsfinanciën is onbetwist. Het zou echter te ver gaan de crisis ook als de oorzaak van de fundamentele problemen aan te wijzen. In feite is er al sinds 1999 sprake van toenemende structurele onevenwichtigheden binnen het eurogebied. Binnen de oorspronkelijke lidstaten van het eurogebied, de EU12, is er een duidelijk verschil in de economische situatie van de noordelijke staten (België, Duitsland, Finland, Luxemburg, Nederland en Oostenrijk) en de zuidelijke staten (Griekenland, Italië, Spanje en Portugal), terwijl Frankrijk en Ierland een tussenpositie innemen. De noordelijke lidstaten kenmerken zich door een grote spaarzaamheid, die in de periode 2000–2007 tot uitdrukking

CLEMENS KOOL,
JOAN MUYSKEN EN
NILS HOLINSKI
Hoogleraar aan de Universiteit Utrecht, hoogleraar aan de Universiteit Maastricht en promovendus aan de Universiteit Maastricht

Figuur 1

Particuliere spaarquote Noord en Zuid, 1992–2007.



Bron: AMECO 1916

Tabel 1

Saldo Noord en Zuid, gemiddelde 2000–2007 (percentage van het bbp).

	Particulier spaarsaldo	Spaarsaldo overheid	Saldo lopende rekening betalingsbalans
Noord	4,2	0,5	4,7
Zuid	-4,5	-2,5	-7,0
Totaal	0,3	-0,8	-0,5

Bron: AMECO

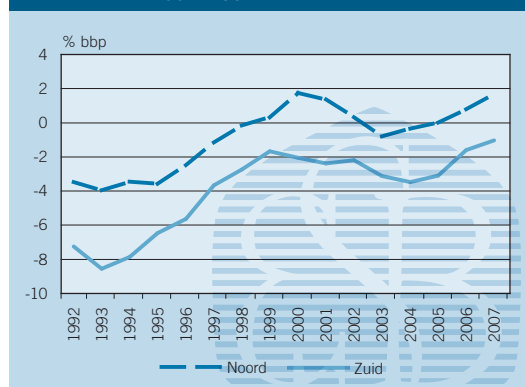
komt in een particulier spaaroverschot, een min of meer sluitende overheidsbegroting en een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans.

De zuidelijke lidstaten kampen met spijlucht, die leidt tot grote tekorten op alle drie de onderdelen. Als gevolg daarvan lopen zowel de overheidsschuld als de buitenlandse schuld van het Zuiden sterk op, terwijl deze schulden in het Noorden stabiel blijven. Het is duidelijk dat deze uiteenlopende schuldontwikkelingen binnen één muntgebied uiteindelijk tot spanningen moeten leiden.

Deze externe onevenwichtigheden hebben tot nu toe vrij weinig aandacht gekregen. De aandacht ging voornamelijk uit naar de overheidsfinanciën, zoals blijkt uit het SGP. Toch is dat slechts een deel van het verhaal. Juist het spaar- en investeringsgedrag van de particuliere sector heeft het afgelopen decennium tot grotere onevenwichtigheden geleid. Zelfs een goed functionerend SGP voorziet hier in de huidige vorm niet in. Bij de oorspronkelijke discussies over het SGP is opmerkelijk genoeg geen aandacht geschonken aan de externe schuldpositie van een land. In dit artikel wordt betoogd dat dit een omissie is. Er wordt gepleit voor een uitbreiding van het SGP waarbij landen zich ook committeren aan grenzen voor hun externe schuldpositie. Dit is des te belangrijker omdat de eenheidsmunt heeft geleid tot één Europese geld- en kapitaalmarkt met tot voor kort uniforme nominale rentetarieven en een, per definitie, vaste nominale wisselkoers. Dit heeft de mogelijkheden om spaartekorten te financieren enorm doen toenemen.

Figuur 2

Spaarsaldo overheid Noord en Zuid, 1992–2007.



Bron: AMECO

SINDS 1916

De structurele onevenwichtigheden in beeld

De recente crises maken de uiteenlopende ontwikkelingen tussen Noord en Zuid gedeeltelijk zichtbaar. Onder Noord vallen de zes eerder genoemde landen België, Duitsland, Finland, Luxemburg, Nederland en Oostenrijk en onder Zuid de vier landen Griekenland, Italië, Spanje en Portugal. Er wordt daarbij vooral gekeken naar de periode 2000–2007. Dit zijn de jaren tussen de introductie van de euro en het uitbreken van de financiële crisis, waarbinnen de toenemende structurele verschillen duidelijk zichtbaar worden. Verder zijn de ontwikkelingen vanaf 1992, het verdrag van Maastricht, waarbij de eerste afspraken werden gemaakt voor één munt, van belang om de verschillen in breder perspectief te plaatsen.

In tabel 1 worden vergeleken: ten eerste het private spaarsaldo van bedrijven en huishoudens, ten tweede het spaarsaldo van de overheid, ruwweg het begrotingssaldo minus overheidsinvesteringen, en ten derde het saldo op de lopende rekening van de betalingsbalans. De eerste twee componenten tellen in de nationale rekeningen systematiek op tot de derde. Te zien is dat het eurogebied globaal in betalingsbalans evenwicht verkeert. Dit maakt het mogelijk om de rest van de wereld voor deze analyse buiten beschouwing te laten. Er is een klein spaaroverschot dat correspondeert met een klein begrotingstekort. Dat globale evenwicht dekt echter grote regionale verschillen af. Noord heeft een particulier spaaroverschot en een min of meer sluitende overheidsbegroting. Dit resulteert in een structureel overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans. Zuid heeft zowel een privaat als een publiek spaartekort, wat resulteert in een negatief saldo op de lopende rekening. Kortom, structureel vloeit er jaarlijks een fors bedrag aan kapitaal van Noord naar Zuid. In Noord wordt gespaard en de middelen worden naar Zuid overgeheveld om daar gebruikt te worden.

Een voor de hand liggende verklaring is het verschil in economische ontwikkeling tussen Noord en Zuid. Voor economische convergentie is het dan gewenst dat er kapitaal van Noord naar Zuid stroomt. Immers, in Zuid ligt het inkomen per hoofd van de bevolking nog substantieel lager dan in Noord. Extra investeringen nu in Zuid zouden moeten leiden tot een absolute en relatieve extra groei. Uit die groei kunnen dan de door Zuid geleende middelen met rente worden terugbetaald. Intertemporele optimalisatie op zijn sterkst.

Uit nadere analyse van de verschillen blijkt dat de kapitaalstroom echter niet primair veroorzaakt wordt door verschillen in de investeringen. Noord heeft een investeringsquote van 19 procent en Zuid een van 21 procent. Het verschil zit vooral in de particuliere besparingen en in mindere mate in de overheidsfinanciën. Het Noorden is duidelijk veel spaarzamer dan het Zuiden. Figuur 1 laat zien hoe het Noorden systematisch ongeveer 23 procent van zijn inkomen spaart, terwijl de spaarneiging van het Zuiden systematisch is gedaald van 25 procent in 1992 naar minder dan 14 procent in 2007. Kortom, het Zuiden is structureel meer gaan consumeren dan het verdient.

Figuur 2 laat zien dat de begrotingssaldi tot 2007 niet verder uiteen zijn gaan lopen. Geholpen door het Stabiliteits- en Groeipact, en de gunstige economische ontwikkeling, hebben alle landen hun begrotingstekort teruggedrongen. Ook hier is Zuid echter minder behoudend dan Noord. De tekortquote in Zuid heeft zich sinds de introductie van de euro gestabiliseerd rond de 2,5 procent. Daarmee werd in de qua conjunctuur overwegend goede tijden nog net voldaan aan de eis van het SGP, maar werd nauwelijks rekening gehouden met eventueel nodige speelruimte bij een recessie. In de huidige crisis wreekt zich dat in extreme mate. In Noord daarentegen fluctueert het gemiddelde begrotingssaldo in dezelfde periode rond nul. Hoewel ook in die landen de begrotingstekorten nu boven de drie procent uit gaan stijgen, leidt het conservatisme uit het verleden tot een aanzienlijk minder grote kwetsbaarheid.

De eerste kolom van tabel 2 laat zien hoe als resultante van de bovengeschetste ontwikkelingen de positie van de lopende rekening van beide landengroepen systematisch uiteenloopt. Noord heeft een toenemend overschot, Zuid een groeiend tekort. Ook de compositie van de lopende rekening vertoont een interessante dynamiek. Deels is er sprake van een toenemende onbalans in handelsstromen. Ruwweg gesproken bedroegen de netto exporten in het Noorden in de jaren negentig twee procent van het bbp en in het begin van deze eeuw vier

procent, terwijl de vergelijkbare cijfers voor het Zuiden min drie procent en min zes procent waren (tweede kolom van tabel 2). Twee factoren die daarnaast van belang waren, zijn enerzijds de ontwikkeling in netto factorinkomens en de inkomensoverdrachten (*current transfers*). Uit de derde kolom van tabel 2 blijkt hoe de netto factorinkomens van het Noorden eigenlijk al vanaf 1992 zijn toegenomen, terwijl die van het Zuiden zijn afgenomen. In feite reflecteert dit de toenemende rentebetalingen van Zuid aan Noord op de externe schuld. Die laatste neemt toe tot circa tachtig procent van het bbp in 2007 (vijfde kolom). Het patroon van de factorinkomens laat zien dat zelfs de rentebetalingen van Zuid gefinancierd worden door extra van Noord te lenen. Tot slot ziet men in de vierde kolom van tabel 2 het verloop van de inkomensoverdrachten van Noord en Zuid. Door de jaren heen ontvangt Zuid steeds minder inkomensoverdrachten van Noord. De meest waarschijnlijke verklaringen zijn de opgetreden convergentie, in termen van inkomen per hoofd van de bevolking, en de verschuiving van inkomensoverdrachten richting de nieuwe toetreders aan de oostkant van de EU. Ondanks die daling van de inkomsten is Zuid echter verder gegaan met consumeren.

Het is niet op voorhand te zeggen hoe groot de buitenlandse schuld van een land kan zijn voordat de markt actie onderneemt. Wel duidelijk is dat geen land zich een ongelimiteerde groei van de netto externe schuld als percentage van het eigen bbp kan permitteren. Op zijn minst is uiteindelijke stabilisatie van de externe schuldratio vereist. Simpele berekeningen laten zien dat een stabiele externe schuldratio van honderd procent bij een gemiddelde nominale bbp groei van vijf procent een tekort op de lopende rekening van vijf procent per jaar mogelijk maakt. Als de schuldratio maximaal tachtig procent mag zijn, ongeveer het niveau in 2007 voor Zuid, dan mag de lopende rekening slechts een tekort van vier procent vertonen. Wanneer de realisatie voor 2007 ook verder als uitgangspunt wordt genomen, dan moet uit het toegestane lopenderekoningtekort van vier procent allereerst de rente op de schuld, 2,4 procent, betaald worden. Als de inkomensoverdrachten voor het gemak buiten beschouwing worden gelaten, resteert slechts een toegestaan handelstekort (netto exporten) van 1,6 procent: ten opzichte van het huidige handelstekort een enorme ombuiging. Hoe hoger de rente op de externe schuld is die de markt vereist, des te sterker zal het handelssaldo zich moeten aanpassen.

Aanpassing

Uit bovenstaande blijkt dat, goedschiks of kwaadschiks, een nieuw financieel evenwicht binnen Europa gevonden moet worden. Hierbij kan helaas niet simpelweg worden teruggevallen op de normale automatische stabilisatoren. In een zwevend wisselkoersstelsel ligt bij excessieve lopende rekeningtekorten en groeiende externe schuld een nominale en reële depreciatie van de eigen valuta voor de hand. IJsland is hiervan het meest recente voorbeeld. De externe koopkracht van een land neemt direct af terwijl zijn concurrentievermogen toeneemt. Beide effecten leiden tot een verbetering van de lopende rekening en een convergentie van binnenlandse besparingen en investeringen.

Binnen het eurogebied is een nominale depreciatie niet meer mogelijk door de gezamenlijke munt. Een reële depreciatie kan wel en moet dan tot stand komen door een inflatieverschil. In de praktijk vereist dit een inflatie in het Zuiden die substantieel beneden die van het Noorden ligt. Aangezien de ECB voor het

eurogebied als geheel op een inflatie iets onder de twee procent mikt, impliceert dit een inflatie in het Zuiden die tegen of zelfs onder de nul procent ligt. Normaliter vereist dat een extreem verkrappend beleid waar politiek gezien weinig draagvlak voor zal zijn. Wellicht dat de huidige recessie al zorgt voor neerwaartse druk op de inflatie in Zuid, maar deze neerwaartse druk geldt dan ook voor Noord. Bovendien heeft in het verleden Zuid een systematisch hogere inflatie gekend dan Noord. Een andere mogelijkheid is dat oplopende reële rente helpt om de excessieve consumptie omlaag te brengen in het Zuiden. Maar tot nu toe waren door de interne Europese kapitaalmarkt de nominale rentes in Noord en Zuid vrijwel gelijk. Gezien de systematisch hogere inflatie in Zuid is de reële rente in Zuid altijd lager geweest dan in Noord. Pas sinds kort wordt de reële rente in Zuid opgedreven door extra risicopremies. Als die structureel blijken te zijn, kan hiervan een disciplinerende werking uitgaan. Aannemende dat die hogere rentebetalingen niet bij voortduring kunnen worden gefinancierd door extra te lenen, dwingt de hogere rente echter tot zwaardere binnenlandse aanpassingen.

De krekel en de mier

Het beeld van De la Fontaine's parabel over de krekel en de mier dringt zich onmiddellijk op. Terwijl de krekel, Zuid-Europa, aan het feestvieren en potverteren is, is de mier, Noord-Europa, hard aan het werk. In de parabel loopt het niet goed af: als het winter is staat de krekel hongerig in de kou. De mier zegt eigen schuld, dikke bult en laat de krekel bevriezen. Europa kan en wil dat niet laten gebeuren.

Het europroject tot mislukking verklaren of op zijn minst een aantal landen uitsluiten van verdere deelname lijkt geen optie. Maar Noord zal ook zeker niet onbeperkt de tekorten bij Zuid willen financieren en het moreel risico daar willen doen toenemen. Belangrijk is daarom dat Zuid zelf de verantwoordelijkheid houdt om intern structurele maatregelen te nemen, maar dat een Europees kader dat wel afdwingt. Een nieuw Stabiliteits- en Groeipact met restricties op externe schuld, en eventueel het externe lopenderekoningtekort, kan hierin voorzien. De maatregelen die Zuid zal nemen, moeten leiden tot terugdringing van de overheidsuitgaven en meer private besparingen. Zo'n beleid past naadloos in de vergrijzingsdiscussie en de opzet van een financieerbaar pensioenstelsel die in de meeste Zuid-Europese landen nog urgenter is dan in Nederland.

Tabel 2

Betalingsbalans en buitenlandse schuld, Noord en Zuid, 1992–2007 (percentage van het bbp).

	Saldo lopende rekening betalingsbalans		Netto exporten		Netto factorinkomens		Inkomensoverdrachten		Netto-buitenlandse schuld	
	Noord	Zuid	Noord	Zuid	Noord	Zuid	Noord	Zuid	Noord	Zuid
1992	-0,7	-2,1	1,2	-3,2	-1,1	-0,6	-0,7	2,7	3,2	13,7
2000	3,3	-6,7	4,0	-6,6	0,2	-0,9	-1,0	0,9	25,2	28,5
2007	5,4	-8,9	5,9	-6,2	0,6	-2,4	-1,0	-0,3	-1,5	77,6

Bron: AMECO

