

Meeliftende ministers van Financiën

Auteur(s):

Arnold, I.J.M.

De auteur is verbonden aan Universiteit Nyenrode. I.Arnold@nyenrode.nl

Verschenen in:

ESB, 88e jaargang, nr. 4410, pagina 374, 8 augustus 2003

Rubriek:

Trefwoord(en):

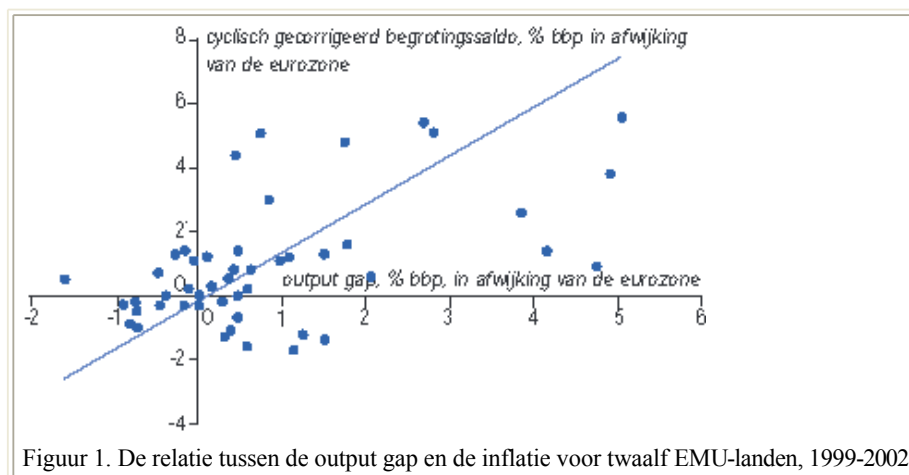
emu

De traditionele cyclische aanpassing van begrotingstekorten corrigeert slechts ten dele voor conjuncturele verschillen tussen EMU-landen. Door de combinatie van een Europese nominale rente en nationale groei- en inflatiecijfers sluipt er een extra cyclisch element in de staatsschuldquote.

Inflatieverschillen tussen de lidstaten van de EMU zullen altijd wel in meer of mindere mate blijven bestaan. Vanwege het procyclische effect van de reële rente kunnen ze de nationale conjunctuurcycli versterken¹. Maar het uit elkaar lopen van de inflatie en de economische groei beïnvloedt ook de ontwikkeling van de overheidsfinanciën in de lidstaten. Hieronder wordt betoogd dat de gebruikelijke cyclische aanpassing van begrotingstekorten tekort schiet. Conjuncturele divergenties veroorzaken een extra procyclisch effect in de staatsschulddynamiek, dat het zicht op de overheidsfinanciën vertroebelt en bijdraagt tot de procyclische bias in het begrotingsbeleid.

De Phillips-curve herleeft

Is er wel sprake van conjuncturele divergenties binnen de euro-zone? Hoewel de nog jonge bestaansgeschiedenis van de emu het aantal waarnemingen beperkt, proberen we hierover toch een uitspraak te doen middels het schatten van een Phillips-curve. In de literatuur wordt de korte termijn Phillips-curve veelal gemodelleerd als het positieve verband tussen de inflatie en de output gap (het verschil tussen feitelijk en potentieel BBP). [figuur 1](#) laat zien hoe deze twee variabelen verlopen sinds de start van de EMU. Over het algemeen vertonen lidstaten met een bovengemiddelde output gap een bovengemiddelde inflatie. De richtingscoëfficiënt van de ingetekende regressielijn is bovendien significant. Een soortgelijke grafiek over de periode 1995-1998 zou een puntenwolk zonder richting en met een insignificante regressielijn hebben opgeleverd. Wellicht is dit een eerste signaal dat in de muntunie de nationale conjunctuurcycli wat meer vrij spel krijgen, onbelemmerd door een nationaal rente-beleid. Het eerste kader geeft de resultaten van een panelschatting, die dit beeld bevestigen. Op basis hiervan concluderen we dat binnen de EMU de Phillips-curve lijkt te herleven². Wat voor consequenties heeft dit voor het begrotings-beleid?



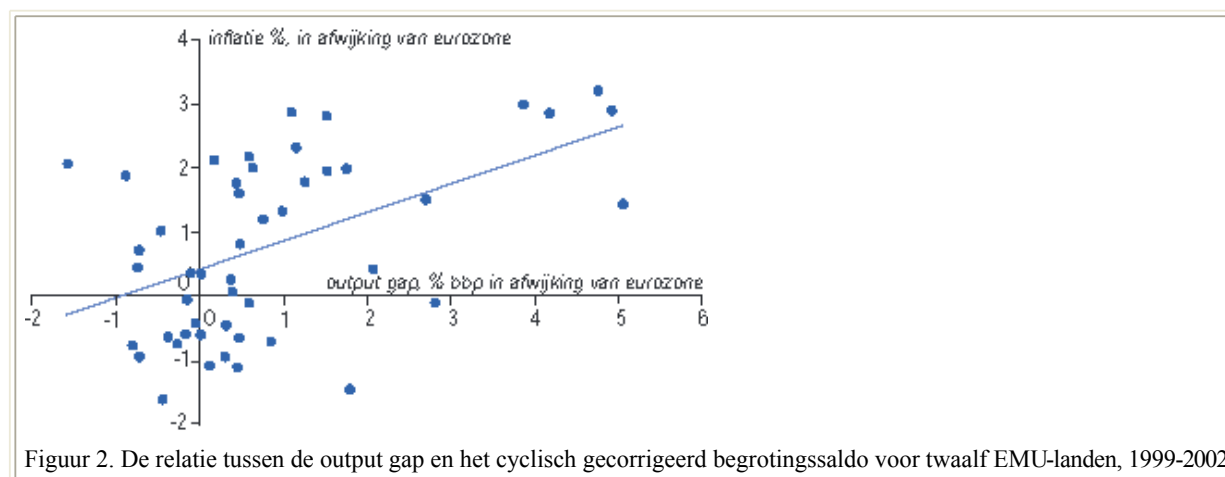
Figuur 1. De relatie tussen de output gap en de inflatie voor twaalf EMU-landen, 1999-2002

Cyclische correctie

Vanwege de welbekende automatische stabilisatoren wordt het begrotingstekort mede bepaald door de conjunctuur. Een cyclische correctie op het begrotingstekort kan dan aangeven welk deel van het begrotingstekort cyclisch is en welk deel de resultante is van actief begrotingsbeleid. Intussen onderkent de Europese Commissie het belang van zo'n cyclische aanpassing bij de bewaking van de begrotingstekorten uit hoofde van het Stabiliteitspact³. De gebruikelijke correctie heeft betrekking op bepaalde overheidsontvangsten en overdrachtsuitgaven, waarvan we al langer weten dat deze endogene reageren op de conjunctuur.

Het is de vraag of deze aanpassing ver genoeg gaat. [figuur 2](#) geeft het verband tussen de output gap en de cyclisch gecorrigeerde

begrotingssaldi, wederom ten opzichte van het gemiddelde in de eurozone. De cyclische gecorrigeerde begrotingstekorten blijken nog steeds samen te hangen met de stand van de conjunctuur: een bovengemiddelde output gap geeft immers een beter dan gemiddeld begrotingssaldo. Dit kan op twee manieren worden geïnterpreteerd. Een eerste mogelijkheid is dat regeringen met een fijn gevoel voor timing een actief anticyclisch begrotingsbeleid voeren. Hoewel we dit niet helemaal kunnen uitsluiten, zijn de meeste economen hierover zeer sceptisch. Het kan immers lang duren voordat economen de goede diagnose stellen, politici besluiten nemen en ambtenaren het beleid uitvoeren. Een actief begrotingsbeleid kan dan ook al gauw averechts werken.



Een tweede mogelijkheid is dat de cyclische correctie onvolledig is. De methodiek om begrotingstekorten te corrigeren stamt uit de tijd dat ieder land nog zijn eigen rentebeleid had. Een verhoging van de inflatie ten gevolge van een ruimer monetair beleid verhoogt in zo'n geval niet alleen het nominale BBP, maar tevens de nominale rente. Het ongestraft weginfleren van de staatsschuld wordt zo voorkomen. Voor zover de nationale centrale bank een Taylor-regel volgt, zal zij bovendien in tijden van hoogconjunctuur de reële rente verhogen, om de economie af te laten koelen. Op deze manier weerspiegelen conjuncturele fluctuaties in inflatie en economische groei zich automatisch in de rentelasten. Er is dan geen reden om op dit punt de overheidsfinanciën te corrigeren.

In de EMU ligt dit anders. Vanzelfsprekend hebben nationale centrale banken nu geen invloed meer op de reële rente. Daarnaast hebben de kleine lidstaten de afgelopen jaren gratis kunnen meeliften op de lage inflatie in de grote lidstaten. Dankzij de financiële en monetaire integratie is de nominale rente die op overheidsobligaties van de lidstaten wordt betaald nagenoeg overal hetzelfde, kleine afwijkingen vanwege verschillen in liquiditeit en kredietrisico daargelaten. Voor de Nederlands rente is dus niet langer de Nederlandse inflatie, maar de inflatie in de eurozone bepalend. Vanzelfsprekend leggen de grote emu-landen hierbij het meeste gewicht in de schaal. Een bovengemiddelde inflatie in de kleine lidstaten heeft nauwelijks invloed op de nominale rente, maar drukt wel hun reële rentelasten.

Dit heeft een weldadige invloed op de overheidsfinanciën in kleine EMU-lidstaten. Cijfers hierover worden meestal uitgedrukt in percentages van het bbp. Economische groei en inflatie verhogen de noemer en drukken zo de tekort- en staatsschuldquotes. De hoogconjunctuur vertaalt zich nauwelijks in hogere nominale rentelasten, zodat in de teller weinig verandert. Op deze wijze introduceert de emu een extra cyclisch element in de staatsschulddynamiek. In het tweede kader wordt dit preciezer uitgewerkt. Hieronder volgt een kwantitatieve inschatting van dit effect.

Empirische resultaten

Het doel is om ook het laatste procyclische element uit de staatsschuld cijfers te filteren. Hiertoe reconstrueren we het verloop van de staatsschuldquotes van de lidstaten door niet alleen van de cyclisch gecorrigeerde overheidstekorten uit te gaan, maar tevens de groei- en inflatiecijfers voor de eurozone als geheel te gebruiken. Hiermee wordt de gunstige vertekening in de cijfers van de kleinere lidstaten ten gevolge van lokale hoogconjunctuur gerepareerd.

[tabel 2](#) laat voor alle lidstaten een uitsplitsing zien van de verandering van de staatsschuldquote vanaf 1998. De eerste kolom (a) geeft de totale verandering van de staatsschuldquote over de periode 1998-2002. De tweede kolom (b) geeft de ontwikkeling hiervan na de reconstructie. We noemen dit deel de structurele component. Het verschil tussen beiden is de conjuncturele component in kolom (c). Deze wordt vervolgens uitgesplitst in een deel veroorzaakt door de op traditionele wijze berekende cyclische component in het begrotingssaldo, een deel veroorzaakt door het inflatieverschil van het desbetreffende land met de eurozone en een deel veroorzaakt door het groeiverschil.

Tabel 2. Decompositie van de verandering van de staatsschuldquote, 1998-2002

	a=b+c totaal	b struc- tureel	c=d+e+f conjunc- tureel	d conjunc- tureel	e cyclische component primaire saldo	f verschil in inflatie	verschil in reële groei
België	-14,4	-12,2	-2,2	-2,9	0,3	0,4	
Duitsland	0,9	-0,3	1,2	-3,2	2,5	1,9	
Griekenland	-4,7	10,6	-15,3	-1,3	-6,6	-7,4	
Spanje	-9,3	0,1	-9,4	-2,2	-4,6	-2,7	
Frankrijk	-0,4	0,4	-0,8	-1,6	1,8	-0,9	
Ierland	-20,1	2,7	-22,8	-7,2	-5,7	-9,9	
Italië	-5,8	-3,4	-2,4	-2,3	-2,0	1,9	

Luxemburg	-3,0	5,7	-8,7	-8,0	-0,2	-0,5
Nederland	-15,3	-4,1	-11,2	-6,8	-4,2	-0,2
Oostenrijk	-4,4	-4,8	0,4	-1,5	1,4	0,5
Portugal	4,1	12,5	-8,3	-3,2	-4,6	-0,5
Finland	-7,3	0,2	-7,5	-6,3	0,0	-1,2
Eurozone	-3,3	-0,4	-2,9	-2,9	0,0	0,0

Bron: eigen berekeningen op basis van cijfers van de Europese Commissie.

Panelschattingen voor de Phillips-curve

In empirisch werk ziet men vaak de volgende specificatie

$$\pi_t = \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 y_{t-1} + \varepsilon_t$$

Hierin wordt de inflatie (π_t) verklaard door de vertraagde inflatie (π_{t-1}) en de vertraagde output gap (y_{t-1}). [tabel 1](#) geeft de resultaten van panelschattingen van deze vergelijking. Wanneer we de emu-jaren vergelijken met een even lange periode daarvoor (1995-1998), verandert het teken van de coëfficiënt van de output gap. Sinds de start van de emu heeft de vertraagde output gap een significante positieve samenhang met de inflatie, hetgeen correspondeert met de theorie.

Tabel 1. Panelschattingen Phillips-curve

te verklaren variabele π_t	12 emu-landen 1999-2002	12 emu-landen 1995-1998	9 emu-landena 1999-2002
π_{t-1}	0,81 (13,56)	0,76 (17,10)	0,64 (11,78)
y_{t-1}	0,15 (2,21)	-0,25 (3,03)	0,29 (5,41)
aantal waarnemingen	48	48	36
adj. R2	0,88	0,89	0,95

a. Exclusief Griekenland, Portugal en Spanje.

Alle variabelen zijn in afwijking genomen van het gemiddelde in de eurozone. Geschat met gewogen two-stage least squares. T-waarden tussen haakjes. Inflatie is de groeivoet van de BBP-deflator.

Bron: Schatting op basis van Europese Commissie.

Volgens het Balassa-Samuelson effect kunnen productiviteitsverbeteringen in minder ontwikkelde landen eveneens een positief verband tussen groei en inflatie opleveren. Aangezien dit effect niet conjunctureel maar structureel van aard is, zou veronachtzaming hiervan tot verkeerde conclusies leiden. [tabel 1](#) laat echter zien dat de samenhang overeind lijkt te blijven wanneer we de drie armste landen weglaten.

Staatsschulddynamiek

De volgende vergelijking geeft de ontwikkeling over de tijd van de staatsschuldquote:

$$D_t = D_{t-1}(1+R_t) + P_t$$

$$Y_t = Y_{t-1}(1+\Delta y_t)(1+\pi_t)$$

In de teller verandert de staatsschuld (d) ten gevolge van de rente (r) en het primaire begrotingssaldo (p). In de noemer groeit het nominale bbp (y) door reële economische groei (Dy) en inflatie (p). De cyclische correctie door de Europese Commissie schoont het primaire begrotingssaldo voor de endogene reactie van belastingontvangsten en overdrachtsuitgaven op de conjunctuur. De hierboven besproken ont koppeling van de Europees bepaalde nominale rente en de nationaal bepaalde groei en inflatie wordt echter niet aangepast, waardoor de staatsschuldquote zich ook na correctie procyclisch blijft gedragen. Toch kan ook dit effect eenvoudig worden gecorrigeerd wanneer we uitgaan van de groei en inflatie in de eurozone als geheel. De volgende vergelijking geeft dan de ontwikkeling van de staatsschuldquote geschoond voor alle nationale conjuncturele invloeden.

$$D_t = D_{t-1}(1+R_t) + P_{adjusted,t}$$

$$Y_t = Y_{t-1}(1+\Delta y_{\epsilon,t})(1+\pi_{\epsilon,t})$$

Hierin staat $p_{adjusted}$ voor het cyclisch aangepaste primaire begrotingssaldo en zijn Dy_{ϵ} en p_{ϵ} respectievelijk de groei en

Van de totale reductie van de Nederlandse staatsschuldquote van 15,3 procentpunten over de periode 1998-2002 blijkt dan 4,1 procentpunt structureel van aard. De overgebleven 11,2 procentpunt is het gevolg van conjuncturele meewind in het primair begrotingsaldo (6,8 procentpunt), in de inflatie (4,2 procentpunt) en in de economische groei (0,2 procentpunt). Hiermee ontstaat een genuanceerd beeld van de prestaties van minister Zalm onder Paars-II. Hoewel de verbetering in de staatsschuldquote voor bijna driekwart het gevolg is van conjuncturele effecten, steekt de structurele verbetering van de Nederlandse overheidsfinanciën goed af bij de Europese collegae.

De landen met grootste conjuncturele meewind zijn Ierland, Griekenland en Nederland. Ondanks de conjuncturele tegenwind heeft Duitsland de staatsschuldquote structureel licht kunnen reduceren. Opvallende extremen vormen België en Portugal. België heeft met een slechts bescheiden meewind de staatsschuldquote aanzienlijk kunnen reduceren, terwijl in Portugal ondanks forse wind mee de overheidsfinanciën sterk zijn verslechterd. Ook Griekenland heeft nagelaten de meewind te benutten voor structurele verbeteringen. De correlatiecoëfficiënt tussen de kolommen (b) en (c) is -0.47, hetgeen suggereert dat conjuncturele meewind tot een verslapping van de begrotingsdiscipline kan leiden.

Maar de wind kan draaien, wanneer een bovengemiddelde inflatie uiteindelijk de concurrentiepositie van een land ten opzichte van de EMU-partners uitholt. Devalueren kan niet meer, zodat de concurrentiepositie alleen met een lager dan gemiddelde inflatie kan worden hersteld. De hierboven geschetste dynamiek keert zich dan tegen het desbetreffende land. Het lijkt daarom verstandiger om uit te gaan van Europese groei- en inflatiecijfers.

Conclusie

In een recessie voelen politici zich plotseling geroepen om fors te bezuinigen omdat ze in de jaren van voorspoed onvoldoende de hand op de knip hebben gehouden. Ook Zalm heeft toegegeven zich hieraan onder Paars II schuldig te hebben gemaakt. Deze procyclische bias in het begrotingsbeleid is de meeste economen een doorn in het oog⁴. In de EMU versterkt het gebruik van nationale groeicijfers om de ontwikkeling van de overheidsfinanciën te volgen deze vertekening. Wanneer de staatsschulddynamiek op basis van Europese groei- en inflatiecijfers wordt berekend ontstaat een zuiverder beeld van de begrotingsdiscipline van de EMU-lidstaten.

Bijna driekwart van de reductie in de Nederlandse staatsschuldquote sinds 1998 blijkt het gevolg te zijn van conjuncturele factoren. Komt er een einde aan deze plezierige staatsschulddynamiek? Als het aan de regering ligt wel. Om onze concurrentiepositie te verbeteren moeten we goedkoper worden ten opzichte van het buitenland, onder andere door de lonen te matigen. De keerzijde hiervan is dat daarmee automatisch de reële rente op de staatsschuld hoger wordt en de staatsschulddynamiek een andere wending krijgt.

¹ Zie I.J.M. Arnold en C.J.M. Kool, Regionale inflatieverschillen in een muntunie, *ESB*, 13 juli 2001, blz. 572-575.

² Tot dezelfde conclusie komt P. Bofinger, The stability and growth pact neglects the policy mix between fiscal and monetary policy, *Intereconomics*, jrg. 38, nr. 1, 2003, blz. 4-7.

³ Europese Commissie, Opinion on the content and format of stability and convergence programmes, *European Economy*, nr. 3, 2002.

⁴ Zie M. Buti, S.C.W. Eijffinger en D. Franco, *Revisiting the stability and growth pact: grand design or internal adjustment?*, CEPR discussion paper, nr. 3692, 2002.