

## AAN SCHULD GEEN TEKORT

D. Dicou en J.F.M. de Jong\*

### Samenvatting

Bij de invoering van de euro bestond de verwachting dat de regels uit het Stabiliteits- en Groeipact (SGP), samen met de *no bail-out-clausule*, ‘vanzelf’ zouden zorgen voor de convergentie tussen de economieën van de deelnemende landen die is vereist voor een goed functionerende monetaire unie. Inmiddels is het duidelijk dat begrotingsdiscipline in de eurolanden wel een noodzakelijke, maar geen voldoende voorwaarde voor een stabiele economische ontwikkeling van de eurozone is. Aangetoond wordt dat het SGP – ondanks de ogenschijnlijk gebrekkige handhaving van de daarin vervatte regels – eurolanden met een buitensporig tekort wel degelijk heeft aangezet tot versnelde reductie van dat tekort. Het raamwerk rond de euro is de afgelopen jaren aanzienlijk versterkt. Er zijn legitieme kanttekeningen te plaatsen bij de vraag of de stabiliteit van de muntunie hiermee is gegarandeerd. Tegelijk mag enig optimisme worden geput uit de beleidsreacties op de crisis.

Trefwoorden: Stabiliteits- en Groeipact, (procyclisch) begrotingsbeleid, *Excessive Deficit Procedure*

### 1 Inleiding

Het Stabiliteits- en Groeipact kent weinig fans. In noordelijke eurolanden valt te beluisteren dat het SGP de eurocrisis niet heeft kunnen voorkomen, doordat de regels onvoldoende zijn gehandhaafd. De Duitse minister van financiën Wolfgang Schäuble zei in mei 2012: ‘*And when Germany and France [breached the Stability and Growth Pact in 2003], the Pact finally lost its bite*’.<sup>1</sup> In het bijzonder in Angelsaksische academische kringen valt vaak te beluisteren dat het SGP de crisis juist heeft verergerd, doordat de mate waarin het pact wordt nageleefd een adequate beleidsreactie verhindert. Of zoals Nobelprijswinnaar Paul Krugman het in april 2012 verwoordde: ‘*Europe has had several years of experience with harsh austerity programs, and the results are exactly what students of history told you would happen: such programs push depressed economies even deeper into depression*’.<sup>2</sup> Beide standpunten zijn moeilijk met elkaar te rijmen. Dit artikel beoogt feiten van ideologie te scheiden door na te gaan wat van het SGP mag worden verwacht, of aan die verwachting is voldaan, en wat dit betekent voor de toekomst van het SGP en de governance van het eurogebied.

### 2 Totstandkoming van het SGP

Het proces van Europese eenwording heeft vanaf het begin een hoge mate van onwaarschijnlijkheid en onvoorspelbaarheid gekend. Meer dan eens zijn stappen gezet die tot kort daarvoor ondenkbaar waren, waarvan de uitkomst onzeker was, of waarbij emotie een belangrijker drijfveer was dan de ratio. Voorbeelden hiervan zijn de Britse toetreding tot de Europese Unie (EU), de totstandkoming van de gemeenschappelijke markt, de uitbreiding van de Unie naar het Oosten na de val van de Muur. De geschiedenis van Europa leest als een stuiverroman, vol drama, intrige, durf en misverstand.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> [www.wolfgang-schaeuble.de/index.php?id=30&textid=1512&page=3](http://www.wolfgang-schaeuble.de/index.php?id=30&textid=1512&page=3).

<sup>2</sup> In: Europe’s economic suicide, *The New York Times*, 15 april 2012.

<sup>3</sup> Zie Segers (2014) voor een uiterst leesbare beschrijving van de turbulente totstandkoming van het Europese project.

De introductie van de euro vormt bepaald geen uitzondering op dit patroon. De casus voor een gemeenschappelijke munt was immers verre van triviaal. Van meet af aan was het duidelijk dat Europa niet voldeed aan de door Mundell (1961) geformuleerde criteria voor een optimaal valutagebied. Het ontbrak in het bijzonder aan correctiemechanismen voor situaties waarin de economische ontwikkeling van deelnemende landen (sterk) uiteenloopt. Anders dan in de Verenigde Staten was en is de arbeidsmobiliteit tussen de lidstaten van de EU gering. Hierdoor trekken werknemers uit gebieden met een stagnerende economie niet snel naar regio's met moeilijk vervulbare vacatures. Verder was en is de omvang van de EU-begroting veel te bescheiden om bij economische schokken automatisch op ruime schaal middelen te herverdelen ten gunste van getroffen regio's. Lonen en prijzen zijn in Europa weinig flexibel, wat aanpassing aan zich wijzigende omstandigheden belemmert.

Van meet af aan was het tevens duidelijk dat het *a priori* versterken van de genoemde correctiemechanismen – de *first best* oplossing – politiek onhaalbaar was. De arbeidsmobiliteit, toch al gehinderd door verschillen in taal en cultuur, zou in beginsel kunnen worden vergroot door vergaande harmonisatie van onderwijssystemen, arbeidsmarktbeleid en pensioenstelsels van de lidstaten. De Europese begroting zou kunnen worden vergroot door diverse beleidsterreinen en de bijbehorende belastinginning naar het Europese niveau te tillen. Zo'n economische unie en begrotingsunie zou zoveel overdracht van soevereiniteit betekenen, dat realistisch gesproken dan ook een politieke unie vereist was. Daar waren de burgers en de leiders van Europa destijds in overgrote meerderheid niet aan toe.

Dat de eenheidsmunt er toch kwam, heeft dan ook minder te maken met economische logica dan met hogere politieke belangen. De beslissing om de euro in te voeren moet worden gezien in het licht van het einde van de Koude Oorlog, de Duitse hereniging en de Franse wens om meer grip te krijgen op het (de facto door de Bundesbank gedomineerde) monetair beleid. Jean Pisani-Ferry (2014) geeft een scherp overzicht van de drijfveren van de verschillende hoofdrolspelers en van de afwegingen die zij maakten. De politieke leiders van destijds waren zich terdege bewust van de risico's van het economische beleidsexperiment dat zij aangingen. Tegelijkertijd meenden zij in een mengeling van opportunisme en wensdenken dreigende gevaren te kunnen bezweren.<sup>4</sup> Enerzijds bestond de hoop dat de introductie van de euro uit zichzelf tot convergentie van nationale economieën zou leiden. Anderzijds leefde bij sommige leiders – meer heimelijk – de gedachte dat, zelfs als dat niet zo zou blijken te zijn, de wal het schip wel zou keren.

Europa heeft een lange traditie van *management by crisis*: marathonvergaderingen over zaken als het Gemeenschappelijk Landbouwbeleid, waarin onder hoge druk vooraf onmogelijk geachte akkoorden worden gesloten. Als verdere soevereiniteitsoverdracht noodzakelijk zou blijken te zijn, dan zou die door de regeringsleiders als puntje bij paaltje kwam wel georganiseerd worden.

Zoals gezegd bestond ook de oprechte hoop dat dit niet nodig zou zijn, dat integratie van economieën een ontluikende eigenschap van een muntunie zou blijken te zijn. Deels zou dit proces automatisch kunnen verlopen. Door het verdwijnen van het valutarisico konden de Europese economieën immers gemakkelijker integreren. Een tweede mechanisme zou nog krachtiger kunnen zijn. Met het opgeven van hun eigen munt konden lidstaten hun concurrentiepositie niet langer herstellen door de nationale munt te devalueren. Zij mochten er niet langer op rekenen dat de staatsschuld voor een deel zou worden afgelost door de dusdoende geïmporteerde inflatie.

---

<sup>4</sup> Daarbij hielp dat de besluitvorming op typisch Europese wijze plaatsvond: in deelbesluiten die eenieder vanuit zijn eigen denkraam welgevallig kon interpreteren.

Rationele overheden – zo was de gedachte – zouden in zo'n situatie zelf een sterke prikkel voelen om structurele hervormingen door te voeren, teneinde hun eigen economie niet uit de pas te laten lopen. Een dergelijk vliegwiel zou natuurlijk alleen draaien, als lidstaten er niet op mochten rekenen dat ze hun problemen op elkaar konden afwentelen. En lidstaten moesten, bij gebrek aan een betekenisvolle Europese begroting, in staat zijn zelf de gevolgen van forse economische schokken op te vangen. Om deze redenen werd het de Europese Centrale Bank expliciet verboden om overheden te hulp te schieten door middel van de *no bail-out-clausule*, en werd een regelsysteem voor budgettaire discipline opgetuigd, het SGP.

Het SGP bevat de bekende Maastricht-criteria: de overheidsschuld mag ten hoogste 60 procent van het bruto binnenlands product (bbp) bedragen, het tekort maximaal 3 procent bbp.<sup>5,6</sup> Een land dat niet aan deze criteria voldoet, belandt in de *Excessive Deficit Procedure* (EDP), de zogeheten correctieve arm van het SGP. Alleen eurolanden riskeren in de EDP een boete, die kan oplopen tot 0,2 procent bbp<sup>7</sup>. Op middellange termijn dienen de lidstaten overigens te streven naar een begrotingssaldo *close to balance or in surplus*, dit is de zogenoemde preventieve arm van het SGP. Op die manier kan een buffer worden opgebouwd voor buitengewone omstandigheden. Tot zover de theorie.

In de praktijk bleek budgettaire druk geen katalysator te zijn van structurele hervormingen die integratie en convergentie bevorderen. Overheden hadden last van een zekere hervormingsmoetheid, nadat alles op alles was gezet om aan de toetredingscriteria voor de euro te voldoen. Een nieuwe generatie politici was minder behept met de hooggestemde idealen van kort na de val van de Muur. Daarnaast verbloemde de hoogconjunctuur van de jaren negentig structurele zwakheden in de economie.<sup>8</sup>

Toen de euro in 1999 eenmaal van start ging, begon het beoogde vliegwiel in zekere zin zelfs de andere kant op te draaien. Onverwacht bleken financiële markten nauwelijks nog onderscheid te maken tussen overheidsobligaties van de verschillende lidstaten. Krediet was in veel perifere lidstaten nog nooit zo goedkoop, de disciplinerende die de *no bail-out-clausule* had moeten afdwingen, was in een oogwenk verdwenen. Doordat de kapitaalmarkten wél integreerden, kon kapitaal uit Duitsland makkelijker dan ooit zeepbellen in Ierland en Spanje financieren, die op hun beurt tot sterk stijgende, maar uiteindelijk onhoudbare belastinginkomsten leidden en zo de overheidsfinanciën flatterden.

### 3 De effectiviteit van het SGP

Budgettaire disciplinerende is dus bepaald geen voldoende voorwaarde gebleken voor het functioneren van een monetaire unie. Zolang de *first-best* oplossing van een politieke unie buiten beeld is, blijft zij echter nog altijd een noodzakelijke voorwaarde. Daarom is het interessant om te bezien in hoeverre het SGP waarmaakt wat het belooft. We focussen daarbij op de tekortnorm, omdat dit (meer dan de schuldquote) een stuurvariabele voor de overheid is.

De eerste serieuze test van het SGP kwam in 2003, toen Frankrijk en Duitsland de tekortnorm van 3 procent bbp overschreden. De uitkomst is bekend: het opleggen van boetes bleek politiek – in elk geval voor grote landen – onhaalbaar te zijn, en het Pact werd

<sup>5</sup> Deze waarden zijn niet toevallig gekozen: bij een inflatie van 2 procent en een reële groei van 3 procent per jaar is een tekort van 3 procent precies genoeg om de overheidsschuld op lange termijn te stabiliseren op 60 procent. Deze percentages lijken onder de huidige macro-economische condities heroïsch, wat een lagere gewenste tekortlimiet impliceert. Uitgaande van 2 procent inflatie en een reële groei van bijvoorbeeld 1,5 procent per jaar, komt de tekortnorm uit op 2,1 procent.

<sup>6</sup> Overigens wordt in de praktijk tot nog toe vrijwel uitsluitend naar de tekortnorm gekeken. Na de recente hervormingen van het SGP speelt in de toekomst ook de schuldnorm een rol van betekenis.

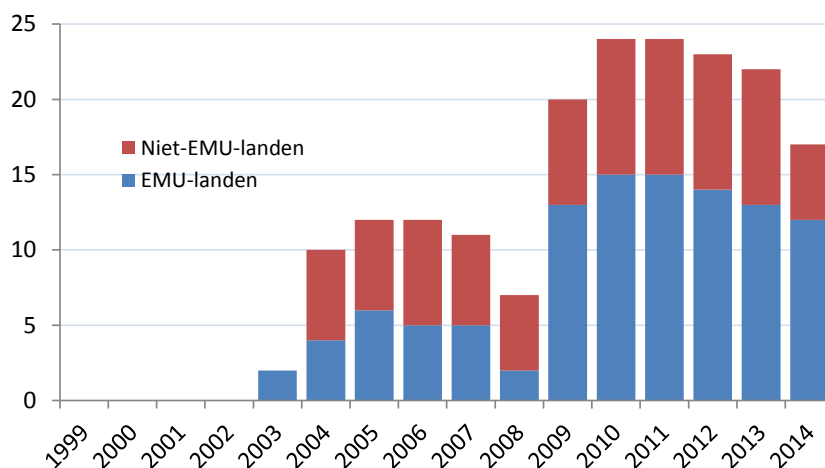
<sup>7</sup> Daarnaast kunnen voor EU-landen uitkeringen uit de Europese cohesiefondsen worden opgeschort.

<sup>8</sup> Zie opnieuw Pisani-Ferry (2014) voor een treffende beschrijving van de tijdgeest.

aangepast. Op papier waren de aanpassingen nog wel te verantwoorden. Onder de nieuwe regels werd meer rekening gehouden met economische omstandigheden. In de praktijk bleek dit vooral in de preventieve arm een vrijbrief te zijn om de regels te omzeilen. Beetsma *et al.* (2009) laten zien dat begrotingsplannen in de aanloop naar de crisis stelselmatig optimistischer waren dan de budgettaire uitkomsten. Inmiddels is bekend dat sommige lidstaten er ook niet voor terugdeinsden om de cijfers te manipuleren. De uitgangspositie van veel lidstaten bij het uitbreken van de crisis was daarmee aanzienlijk slechter dan beoogd. Dat is zeker niet de belangrijkste oorzaak geweest van de crisis. Maar de zwakke uitgangspositie heeft wel bijgedragen aan de impact van de crisis, omdat het absorptievermogen van economieën geringer was dan het had kunnen zijn. Dat laat overigens onverlet dat de uitslagen in de overheidsfinanciën die optraden tijdens de crisis veel groter waren dan voorzien.<sup>9</sup>

Op het eerste oog lijkt de werking van het SGP dus niet groot te zijn. Hoewel sinds 2003 vrijwel alle landen in de EDP zijn beland (figuur 1), is nog nooit een boete uitgedeeld. Dit vormt een andere aanwijzing dat het SGP weinig effectief is. De dreiging die uitgaat van de EDP lijkt niet groot. Laten de lidstaten zich dan helemaal niets gelegen liggen aan Europese begrotings-surveillance? Maar hoe zit het dan met de in de inleiding gereleveerde kritiek dat de naleving van het SGP in de weg staat aan het voeren van anticyclisch beleid? Wij onderzoeken deze claims empirisch, met behulp van een dataset met real-time tekortramingen van de Europese Commissie, geconstrueerd uit de *Spring Forecasts*, aangevuld met macro-economische reeksen van het Internationaal Monetair Fonds.<sup>10</sup> De dataset bevat gegevens voor 27 landen: de twaalf oorspronkelijke eurolanden, acht andere EU-lidstaten of latere eurolanden (CY, DK, UK, EE, MT, SL, SK, SE) en zeven niet-EU-landen (AU, US, CN, N, JP, SK en NZ).

**Figuur 1: aantal landen met buitensporig tekort**



Gemiddeld genomen vertoonden EU-landen in een EDP een grotere verbetering van hun begrotingstekort (+0,4 procent bbp per jaar in de periode 1999-2013) dan landen zonder buitensporig tekort (-0,2 procent bbp). Bij de ontwikkeling van de *output gap* doet zich het omgekeerde voor. De economie van landen in een EDP groeide jaarlijks gemiddeld genomen

<sup>9</sup> Gilbert en Hessel (2012).

<sup>10</sup> Afkomstig uit de database bij de *World Economic Outlook* van april 2014. Voor een beschrijving van de data zie [www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx).

0,5 procentpunt minder hard dan de trend, terwijl de economie van niet-EDP-landen jaarlijks juist 0,1 procentpunt boven de trend toenam.

Dit gegeven zegt echter weinig over de effectiviteit van de EDP zelf. Immers, landen in een EDP hebben per definitie een hoog tekort en/of hoge schuld. Landen buiten de EDP hebben juist een tekort van ten hoogste 3 procent bbp. Het ligt voor de hand dat landen met een hoog tekort meer consolideren, bijvoorbeeld omdat hun tekortpositie niet houdbaar is. Daar is geen EDP voor nodig. Om toch een inschatting te kunnen maken van de effectiviteit van de EDP vergelijken we hierna de eurolanden met landen waarvoor de EDP-procedure niet of minder relevant is. De verwachting is dat eurolanden meer hun best doen om een begrotingstekort boven 3 procent bbp ongedaan te maken dan niet-eurolanden. Of dit zo is, onderzoeken we door voor de jaren 1999-2013<sup>11</sup> de navolgende vergelijking te schatten:

$$(1) \Delta BBL_{i,t} = \alpha + \beta_1 BBLH_{i,t-1} + \beta_2 BBLH_{i,t-1} * EDP_{i,t} + \beta_3 BBL_{i,t-1} + \beta_4 BBL_{i,t-1} * EDP_{i,t} + \beta_5 \Delta OGH_{i,t} + \beta_6 \Delta OGH_{i,t} * EDP_{i,t} + \beta_7 \Delta OGL_{i,t} + \beta_8 \Delta OGL_{i,t} * EDP_{i,t} + \beta_x X_{i,t} + \delta_i$$

met BBLH en OGH respectievelijk begrotingssaldo en *output gap*, wanneer het begrotingstekort meer dan 3 procent bbp bedraagt; en BBL en OGL respectievelijk begrotingssaldo en *output gap*, wanneer het begrotingstekort kleiner is dan 3 procent bbp. Hierbij is de *output gap* berekend als het verschil tussen het feitelijke en het potentiële bbp (afkomstig uit de *World Economic Outlook*). Alle budgettaire variabelen luiden in procenten bbp.

De mutatie van het begrotingssaldo in land *i*, jaar *t* hangt af van het tekortniveau in het jaar ervoor. De budgettaire positie bepaalt immers mede of de overheid moet consolideren of dat er juist ruimte is voor het voeren van een expansief beleid. De mutatie van de *output gap* is een maatstaf voor economische groei en daarmee een belangrijke determinant voor de tekortontwikkeling. Deze variabele is wel potentieel endogeen, hiervoor proberen we later te corrigeren. De vector *X* bevat een aantal controlevariabelen, waaronder de schuldquote (en het kwadraat daarvan) en steun aan de financiële sector (voor zover salodorelevant). De schattingen bevatten een volledige set aan land- en land-edp-interactie-dummy's; ook zijn jaardummy's opgenomen voor de crisisjaren 2008-2010.

Bij het schatten van het effect van het begrotingstekort of de economische ontwikkeling op de verandering van het begrotingssaldo zijn vier groepen onderscheiden: landen met een hoog of laag tekort, en landen wel of niet in de EDP. De combinatie klein tekort/in EDP komt uiteraard nauwelijks voor. Deze afzonderlijke categorie is opgenomen om de schattingen niet te verstoren, maar heeft niet onze primaire aandacht. Een belangrijke variabele in deze regressie is de EDP-dummy. Deze kan alleen voor eurolanden de waarde 1 krijgen. Dat gebeurt wanneer de Europese Commissie in jaar *t-1* voor jaar *t* een begrotingstekort groter dan 3 procent bbp raamt. Als dat het geval is, weten landen immers dat ze in principe in een EDP belanden of blijven.

<sup>11</sup> Voor enkele landen zijn slechts realisatiecijfers tot 2012 beschikbaar. Observaties met een extreem hoog begrotingstekort (> 25 %bbp) zijn verwijderd (in casu Ierland in 2010 en 2011).

**Tabel 1: belangrijkste regressieresultaten**

	(1)	(2)
	$\Delta$ begrotings- saldo	$\Delta$ struct. begrotings- saldo
Begrotingssaldo <sub>t-1</sub> (als begr.saldo <-3% bbp)	-0.24*** (0.08)	-0.15* (0.08)
Begrotingssaldo <sub>t-1</sub> < *EDP (als begr.saldo <-3% bbp)	-0.63*** (0.10)	-0.44*** (0.11)
Begrotingssaldo <sub>t-1</sub> (als begr.saldo >-3% bbp)	-0.34*** (0.08)	-0.11** (0.05)
$\Delta$ Output gap (als begr.saldo <-3% bbp)	0.50*** (0.13)	-0.04 (0.16)
$\Delta$ Output gap * EDP (als begr.saldo <-3% bbp)	-0.00 (0.07)	-0.47*** (0.06)
$\Delta$ Output gap (als begr.saldo >-3% bbp)	0.25*** (0.07)	-0.13** (0.05)
Observaties	383	371
R <sup>2</sup>	0.59	0.44
Aantal landen	27	27

Rob. standaardfouten tussen haakjes. \*\*\* p<0.01; \*\* p<0.05; \* p<0.10

Tabel 1 toont de belangrijkste regressieresultaten. De EDP lijkt inderdaad effectief als instrument om de begrotingsdiscipline te bevorderen. Gemiddeld genomen voeren alle landen met een hoog tekort consolidatiemaatregelen door, zoals verwacht, maar voor EDP-landen is het effect significant sterker (-0,63 versus -0,24).<sup>12</sup> De keerzijde hiervan is dat de conjunctuurdemping door automatische stabilisatoren lijkt te worden belemmerd. In niet EDP-landen gaat een verslechtering van de economische situatie gepaard met een verslechtering van het begrotingssaldo. Dit dempt de economische cyclus. Voor EDP-landen wijkt het effect van de *output gap* niet significant af van nul. Andere coëfficiënten zijn op hoofdlijnen zoals verwacht. Zie de appendix voor de volledige regressieresultaten.

De *output gap* in vergelijking (1) is deels endogeen. De mutatie van het begrotingssaldo in jaar *t* weerspiegelt namelijk niet alleen de economische ontwikkeling, maar beïnvloedt haar ook via stimulerings- of consolidatiemaatregelen van de overheid. Bij de schatting van een alternatieve vergelijking corrigeren wij hiervoor door de verandering van het structurele begrotingstekort als afhankelijke variabele te nemen (afkomstig uit de *World Economic Outlook*). Het structurele begrotingstekort corrigeert het feitelijke tekort voor de stand van de conjunctuur en eenmalige factoren die het tekort verstoren. Daarom meet deze maatstaf in principe alleen veranderingen in het begrotingssaldo die het gevolg zijn van beleidsmaatregelen, al is de inschatting van het structurele tekort zelf met de nodige onzekerheid omgeven. Kwalitatief worden de eerdere bevindingen bevestigd.<sup>13</sup> De uitkomsten suggereren dat EDP-landen procyclisch begrotingsbeleid hebben gevoerd: een verslechtering van de *output gap* gaat gepaard met een verbetering van het structurele saldo en vice versa. Dit effect is significant sterker dan in niet EDP-landen (-0,47 versus -0,04).

<sup>12</sup> Overigens is minder intuïtief dat de coëfficiënt bij begr.saldo <-3 procent bbp in absolute zin kleiner is dan bij begr.saldo >-3 procent bbp: -0,24 versus -0,34. Bedacht dient te worden dat het hier een ongelijksoortige groep landen betreft, omdat de eerste variabele logischerwijs vrijwel nooit eurolanden beschrijft.

<sup>13</sup> In vergelijking (1) (geschat als vergelijking 1 in tabel 1) is de verwachte coëfficiënt voor de *output gap* gelijk aan de begrotingselasticiteit. De alternatieve vergelijking (geschat als vergelijking 2 in tabel 1) is de verwachte coëfficiënt gelijk aan 0, aangezien de afhankelijke variabele al voor de conjuncturele situatie geschoond is.



Tot slot zijn enkele robuustheidschecks uitgevoerd (tabel 2). In de eerste kolom schatten we vergelijking (1) nogmaals, maar nu zonder GIPS-landen (vanaf het uitbreken van de crisis), die immers aanvullende surveillance kennen in de vorm van de Trojka.<sup>14</sup> In de tweede kolom schatten we vergelijking (1) alleen voor de jaren 1999-2007. In kolom 3 nemen we de verandering in het primaire saldo als afhankelijke variabele. Op schommelingen in de rente(betalingen) heeft een overheid op korte termijn immers weinig invloed. Het effect van de EDP op de begrotingsdiscipline blijft kwalitatief vergelijkbaar met eerdere bevindingen: het EDP lijkt landen daadwerkelijk aan te zetten tot additionele consolidatie, hoewel de verschillen tussen de coëfficiënten niet meer in alle gevallen significant zijn.<sup>15</sup> Wel valt de hoge coëfficiënt voor de *output gap* in EDP-landen in de pré-crisisjaren op. Deze wordt echter vooral gedreven door observaties voor Portugal. Het aantal observaties van eurolanden in een EDP vóór 2008 is gering.

**Tabel 2: robuustheid**

	(1)	(2)	(3)
	Geen GIPS	T/m 2007	$\Delta$ Primair saldo
Begrotingssaldo <sub>t-1</sub> (als begr.saldo <-3% bbp)	-0.31*** (0.10)	-0.66*** (0.11)	-0.27*** (0.09)
Begrotingssaldo <sub>t-1</sub> *EDP (als begr.saldo <-3% bbp)	-0.58*** (0.19)	-1.02*** (0.30)	-0.69*** (0.14)
$\Delta$ Output gap (als begr.saldo <-3% bbp)	0.41** (0.19)	0.30* (0.15)	0.58*** (0.12)
$\Delta$ Output gap * EDP (als begr.saldo <-3% bbp)	0.10 (0.14)	1.01*** (0.22)	-0.01 (0.17)
Observaties	365	238	352
R <sup>2</sup>	0.57	0.41	0.65
Aantal landen	27	27	26

Rob. standaardfouten tussen haakjes. \*\*\* p<0.01; \*\* p<0.05; \* p<0.10

#### 4 Implicaties voor het SGP en de governance van het eurogebied

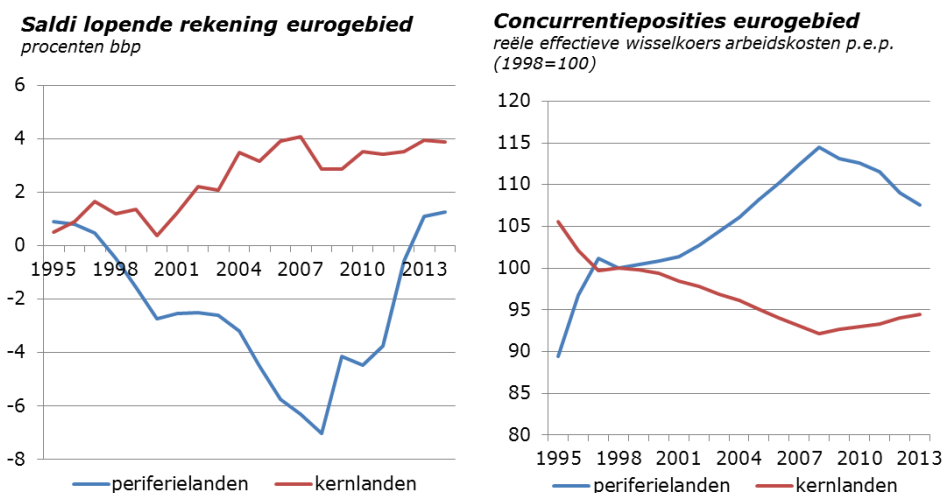
De correctieve arm van het SGP lijkt tot op zekere hoogte te doen waarvoor hij bedoeld is. Eurolanden met ontspoorde overheidsfinanciën brengen deze sneller op orde – niets meer, maar ook niets minder. Daaraan is een prijs verbonden: het in eurolanden gevoerde begrotingsbeleid is meer procyclisch dan dat in niet-eurolanden. Het SGP heeft de crisis niet kunnen voorkomen. De hoop dat budgettaire discipline en een *no bail-out-clausule* voldoende voorwaarden voor een stabiele muntunie zouden zijn, is ongegrond gebleken, het vlieg wiel heeft niet gedraaid. De cynischer voorspelling is wél uitgekomen: onder druk van de financiële markten heeft de wal het schip gekeerd. Als uitkomst van nachtelijke marathonvergaderingen hebben lidstaten de vereiste soevereiniteit overgedragen aan organen van de Unie. *Management by crisis* werkt klaarblijkelijk nog altijd. Het proces was – terugblikkend – niet fraai, maar het heeft inmiddels belangrijke versterkingen van het Europese raamwerk opgeleverd, die de levensvatbaarheid van de monetaire unie aanzienlijk vergroten. Denk aan de surveillance van macroprudentiële risico's en macro-economische

<sup>14</sup> GIPS = Griekenland, Ierland, Portugal, Spanje.

<sup>15</sup> Bij 'Geen GIPS' en 'T/m 2007' hebben verschillen in coëfficiënten tussen wel/niet EDP-landen een vergelijkbare omvang als in de hoofdschattingen, maar de verschillen zijn niet meer significant (m.u.v. de output gap in 'T/m 2007'). Dit is niet verwonderlijk, gezien het feit dat in deze twee schattingen veel (EDP-) waarnemingen worden weggelaten.

onevenwichtigheden. De Europese Commissie vervult tegenwoordig een steviger en meer onafhankelijke rol bij de handhaving van het SGP. En de vorming van de bankenunie kan in essentie worden gezien als een vorm van deling van een significant begrotingsrisico. Voor dit moment lijken daarmee de weeffouten in het euro-raamwerk geadresseerd te zijn. De onevenwichtigheden in het eurogebied zijn inmiddels ook significant afgenomen (figuur 2).

*Figuur 2: Afnemende onevenwichtigheden in het eurogebied*



De hamvraag is vanzelfsprekend of het ditmaal genoeg is. Bij die vraag plaatsen wij drie kanttekeningen.

Ten eerste is het evident dat de governance van het eurogebied nog altijd in het domein van de *second-best* oplossingen ligt. Sterker dan dat, door het met de eurocrisis in brede kring geschonden vertrouwen is de weerstand tegen verdere Europese integratie vermoedelijk alleen maar toegenomen. Daarmee zijn de meest robuuste oplossingen – zoals de overgang op een significante Europese begroting – politiek en maatschappelijk niet haalbaar. Uiteindelijk blijft de creatie van een monetaire unie zonder politieke unie een beleidsexperiment zonder precedent. De houdbaarheid van de monetaire unie in Europa blijft daarmee een open vraag. Veel van de recent totstandgebrachte arrangementen moeten zich nog bewijzen.

Ten tweede. De crisis heeft zichtbaar gemaakt dat landen zonder eigen munt bij twijfel over de houdbaarheid van hun overheidsschuld in een vicieuze cirkel kunnen belanden van afnemend marktvertrouwen, oplopende rente en daardoor verder verslechterende overheidsfinanciën. De onverwacht grote en snelle verslechtering in de budgettaire positie van landen als Spanje en Ierland tijdens de crisis heeft laten zien dat dergelijke problemen moeilijk volledig zijn uit te sluiten. Met het Europees Stabieliteitsmechanisme (ESM) is een vangnet gespannen dat dit probleem in beginsel adresseert, maar met een omvang van 500 miljard euro is dit mechanisme alleen groot genoeg om middelgrote landen uit de brand te helpen. Nog belangrijker wellicht is het feit dat lidstaten niet graag een beroep op het ESM zullen doen, waardoor het proces ernaar toe mogelijk onordelijk zal verlopen, met kans op besmetting naar andere lidstaten. Pisani-Ferry (2014) pleit om deze redenen sterk voor eurobonds.

De uitgifte van eurobonds vormt in potentie inderdaad een meer stabiele oplossing, maar vergt ook verdere soevereiniteitsoverdracht van de lidstaten, doordat de begrotingsdiscipline op het Europese niveau tegelijk versterkt zou moeten worden. Dit is



analoog aan de situatie waarin nu tegelijkertijd de kosten van het redden van banken en het banktoezicht naar het Europese niveau worden gebracht. Gilbert *et al.* (2013) betogen zelfs dat eurobonds alleen een oplossing bieden indien (1) de volledige schuld gemutualiseerd wordt, (2) het lidstaten verboden wordt om zelfstandig de geld- en kapitaalmarkt op te gaan en (3) wanneer lidstaten met een schuld van meer dan 60 procent bbp automatisch in een IMF/EFSF-achtig programma terecht komen. Pisani-Ferry (2014) gaat niet zo ver, maar stelt tevens vast dat bij de uitgifte van eurobonds een onafhankelijke begrotingsautoriteit op Europees niveau onmisbaar is, die *ex ante* een bindend oordeel kan geven over nationale begrotingen. Het is de vraag of eurobonds daarom niet tegen dezelfde obstakels aanlopen die in de weg staan aan de al genoemde *first-best* oplossingen. In ieder geval zijn eurobonds meer een oplossing voor de lange termijn, aangezien het moeilijk voorstelbaar is hieraan te beginnen zolang diverse lidstaten nog een schuld van meer dan 100 procent bbp hebben. Voorlopig is het SGP onmisbaar. Mocht daarvoor in de toekomst een ander instrument in de plaats komen, dan zal dit eerder strenger zijn dan de regels van het vigerende Pact.

Ten derde. De kritiek van vooral Angelsaksische economen dat het SGP pro-cyclisch heeft gewerkt is niet zonder grond. Maar hierbij past een belangrijke kanttekening. In een crisis van deze omvang was het in sommige landen hoe dan ook onontkoombaar geweest om een zekere mate van pro-cyclisch beleid te voeren, omwille van de houdbaarheid van de overheidsschuld. Maar dat laat onverlet dat het suboptimaal is om te moeten bezuinigen in een tijd van recessie. Dit betekent eerst en vooral dat de preventieve fase van het SGP veel meer gewicht zou moeten krijgen. Lidstaten zouden de eis van een structureel begrotingssaldo ‘*close to balance or in surplus*’ veel serieuzer moeten nemen, ook al omdat de schuld niveaus hoger liggen en de volatiliteit van het begrotingssaldo in veel landen groter is gebleken dan eerder werd gedacht. Hier is nog wel enige reden tot zorg: de preventieve arm van het SGP is minder versterkt dan de correctieve arm, en de procedure is sterk afhankelijk van de berekening van het structurele tekort. Zij blijkt in de praktijk moeilijk te zijn, met name als langdurige macro-economische en financiële onevenwichtigheden grote invloed op de overheidsfinanciën hebben.<sup>16</sup>

## 5 Conclusies

Ondanks de in onderdeel 4 geplaatste kanttekeningen, is er reden om te veronderstellen dat het glas halfvol is. Het hoeft geen betoog dat het institutionele raamwerk rondom de euro niet perfect is. Tegelijk is het duidelijk dat dit raamwerk sterk is verbeterd in de richting van de voorwaarden waaraan moet zijn voldaan wil de monetaire unie een duurzaam succes worden. Onze analyse suggereert dat op Europees niveau vastgelegde begrotingsregels effect hebben, zelfs wanneer zij niet keihard worden gehandhaafd. En wellicht het voornaamste: de afgelopen jaren hebben laten zien dat de muntunie zo nodig met kracht wordt verdedigd. De komende jaren zullen de nieuwe en versterkte arrangementen zich moeten bewijzen. Daarbij zullen ongetwijfeld verdere verstevigingen nodig blijken te zijn. De preventieve arm van het SGP is een voorbeeld waar dijkverzwaring nodig lijkt. Het verdient uiteraard de voorkeur om dit niet eerst te doen wanneer het water aan de lippen staat, omdat *management by crisis* altijd het risico loopt dat de dijken breken. Maar als het niet kan zoals het moet, dan moet het maar zoals het kan.

**Diederik Dicou**  
**Jasper de Jong**

---

<sup>16</sup> Gilbert en Hessel (2012).

\* De auteurs zijn werkzaam bij De Nederlandsche Bank. Zij danken Jan Marc Berk, Peter van Els, Niels Gilbert en Jeroen Hessel voor nuttig commentaar. Resterende fouten zijn voor rekening van de auteurs. Opvattingen in dit artikel zijn die van de auteurs, niet noodzakelijk die van De Nederlandsche Bank.

## LITERATUUR

- Beetsma, R., M. Giuliadori, en P. Wierds (2009), Planning to Cheat: EU Fiscal Policy in Real-Time, *Economic Policy*, 24, 753-804
- Gilbert, N., en J. Hessel (2012), De Europese overheidsfinanciën tijdens de crisis, *Economisch Statistische Berichten*, 97(4631), 166-169
- Gilbert, N., J. Hessel, en S. Verkaart (2013), *Towards a Stable Monetary Union: What Role for Eurobonds?*, DNB Working Paper no. 379
- Mundell, R. (1961), A Theory of Optimal Currency Areas, *American Economic Review*, 51, 509- 517
- Pisani-Ferry, J. (2014), *The Euro Crisis and Its Aftermath*, New York: Oxford University Press
- Segers, M. (2014), *Waagstuk Europa*, Amsterdam: Prometheus

## APPENDIX

Tabel A.1: volledige regressieresultaten Tabel 1 en Tabel 2

	TABEL 1		TABEL 2		
	(1)	(2)	(1)	(2)	(3)
	$\Delta$ begrotings- saldo	$\Delta$ struct. Begrotings-	Geen GIPS	T/m 2007	$\Delta$ Primair saldo
Begrotingssaldo <sub>t-1</sub>	-0.24***	-0.15*	-0.31***	-0.66***	-0.27***
(als begr.saldo <3% bbp)	(0.08)	(0.08)	(0.10)	(0.11)	(0.09)
Begrotingssaldo <sub>t-1</sub> *EDP	-0.63***	-0.44***	-0.58***	-1.02***	-0.69***
(als begr.saldo <3% bbp)	(0.10)	(0.11)	(0.19)	(0.30)	(0.14)
Begrotingssaldo <sub>t-1</sub>	-0.34***	-0.11**	-0.36***	-0.44***	-0.38***
(als begr.saldo >3% bbp)	(0.08)	(0.05)	(0.08)	(0.06)	(0.05)
Begrotingssaldo <sub>t-1</sub> *EDP	0.62	0.11	0.56	-1.46***	0.68
(als begr.saldo >3% bbp)	(0.76)	(0.81)	(0.76)	(0.07)	(1.95)
$\Delta$ Output gap	0.50***	-0.04	0.41**	0.30*	0.58***
(als begr.saldo <3% bbp)	(0.13)	(0.16)	(0.19)	(0.15)	(0.12)
$\Delta$ Output gap * EDP	-0.00	-0.47***	0.10	1.01***	-0.01
(als begr.saldo <3% bbp)	(0.07)	(0.06)	(0.14)	(0.22)	(0.17)
$\Delta$ Output gap	0.25***	-0.13**	0.26***	0.49***	0.22***
(als begr.saldo >3% bbp)	(0.07)	(0.05)	(0.07)	(0.07)	(0.06)
$\Delta$ Output gap * EDP	0.96**	0.38	0.76		0.97
(als begr.saldo >3% bbp)	(0.38)	(0.40)	(0.51)		(1.82)
Schuld <sub>t-1</sub>	0.03*	0.04***	0.03**	0.03	0.02
	(0.02)	(0.01)	(0.01)	(0.03)	(0.02)
Schuld <sup>2</sup> <sub>t-1</sub>	-0.00	-0.00***	-0.00*	0.00	-0.00
	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
$\Delta$ Fin.-sectorsteun	0.97***	-0.02	1.09***		0.97***
	(0.14)	(0.11)	(0.05)		(0.15)
IMF-programma	-0.04	-0.03	0.49		-0.03
	(0.55)	(0.28)	(0.43)		(1.19)
EMU	-0.37	-0.10	-0.49	-1.43**	-0.86*
	(0.43)	(0.41)	(0.39)	(0.61)	(0.50)
Land*EDP-dummies	JA	JA	JA	JA	JA
Dummies 2008-2010	JA	JA	JA	NEE	JA
Constante + overig	JA	JA	JA	JA	JA
Observaties	383	371	365	238	352
R2	0.59	0.44	0.57	0.41	0.65
Aantal landen	27	27	27	27	26

Rob. standaardfouten tussen haakjes. \*\*\* p<0.01; \*\* p<0.05; \* p<0.10