

HOE NUTTIG IS EEN BUDGETTAIR STABILISATIEFONDS IN DE EMU?

N.D. Gilbert en J.P.C. Hessel*

Samenvatting

Een budgettair stabilisatiefonds heeft binnen de Economische en Monetaire Unie in theorie toegevoegde waarde, met name bij asymmetrische conjunctuurschokken. In de praktijk blijkt het echter lastig om een dergelijk stabilisatiefonds zodanig vorm te geven dat het én effectief én politiek haalbaar is. Zo blijkt het nut van een fonds dat herverdeelt op basis van asymmetrische conjunctuurcycli beperkt te zijn, aangezien deze cycli in de eurozone behoorlijk synchroon lopen. Vooral de financiële cycli divergeren en zorgen voor grote budgettaire problemen in sommige eurolanden, maar een fonds dat zich richt op de conjunctuurcyclus helpt juist daar onvoldoende tegen. Een fonds dat in goede tijden geld ophaalt, en alleen uitbetaalt bij grote recessies is effectiever. Zo'n stabilisatie-spaarpot is echter weer moeilijker uitvoerbaar door de grote meetonzekerheid rondom de *output gap*. Doordat de structurele groei op enig moment vaak (langdurig) verkeerd wordt ingeschat, ontstaat bij zo'n fonds het risico van een *deficit bias* op Europees niveau. Al met al dragen politiek haalbare varianten van een stabilisatiefonds te weinig bij aan het stabiel maken van de EMU. Dit wordt pas anders, naarmate het fonds meer op een federale begroting zou gaan lijken.

Trefwoorden: overheidsfinanciën, EMU, conjunctuur, financiële cyclus, onevenwichtigheden

1 Waarom een stabilisatiefonds?

De discussie over het nut van een budgettair stabilisatiefonds in de Economische en Monetaire Unie (EMU) start bij de theorie van optimale valutagebieden. Deze theorie suggereert dat landen in een monetaire unie baat hebben bij een begroting op federaal niveau.¹ Via de federale belastinginkomsten en uitgaven zou zo'n begroting de economie in het geval van asymmetrische schokken automatisch kunnen stabiliseren. In de Verenigde Staten zou de federale begroting de effecten van asymmetrische schokken met wel 30-40 procent reduceren.² Een omvangrijke federale begroting is in Europa echter nooit politiek haalbaar geweest. Daarom circuleerden al vóór de start van de EMU plannen voor een budgettair stabilisatiefonds. Zo'n fonds is veel kleiner (met een omvang van slechts enkele procenten bbp), maar het zou toch een vergelijkbare mate van stabilisatie kunnen bewerkstelligen.³ Dit zou kunnen door gericht te herverdelen op basis van conjunctuurindicatoren,⁴ zoals de *output gap* of het niveau van de werkloosheid.⁵ Bij de oprichting van de EMU is uiteindelijk echter

¹ Kenen (1969).

² Sala-i-Martin en Sachs (1992); Bayoumi en Masson (1995).

³ Zie De Haan (1997) voor een discussie.

⁴ Een budgettair stabilisatiefonds heeft dus een andere functie dan de reeds bestaande Europese structuur- en cohesiefondsen. Die fondsen hebben als doel om structurele verschillen in het welvaartsniveau tussen landen en regio's te verminderen. Hiertoe worden aan landen fondsen beschikbaar gesteld op basis van bepaalde criteria, waarbij uiteindelijk ook sprake kan zijn van permanente herverdeling. Een budgettair stabilisatiefonds heeft daarentegen als doel om tijdelijke conjuncturele verschillen tussen landen te verminderen.

⁵ Het niveau van de werkloosheid bevat zowel een conjunctureel als een structureel element. Strikt genomen is alleen de afwijking van de werkloosheid van een evenwichtsniveau daarom een pure conjunctuurindicator. Uit praktische overwegingen (de evenwichtswerkloosheid is niet observeerbaar) baseren diverse voorstellen voor een stabilisatiefonds zich desalniettemin op het totale niveau (of de verandering) van de werkloosheid. De voor- en nadelen van deze aanpak komen aan de orde in onderdeel 4.

gekozen voor budgettaire stabilisatie op nationaal niveau. Het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) moest ertoe bijdragen dat begrotingstekorten en overheidsschulden laag genoeg waren om stabiliserend nationaal begrotingsbeleid mogelijk te maken. Als landen conform het SGP hun begroting gemiddeld over de conjunctuurcyclus in evenwicht zouden houden, konden zij hun automatische budgettaire stabilisatoren laten werken zonder de 3-procentgrens voor het tekort uit het verdrag van Maastricht te overschrijden.

De Europese schuldencrisis heeft inmiddels echter aangetoond dat stabiliserend begrotingsbeleid op nationaal niveau in de EMU beperkingen kent. Door gebrekkige naleving van de budgettaire regels hadden landen in de praktijk veel hogere tekorten dan gepland en dus minder ruimte om asymmetrische schokken op te vangen. Bovendien bleek de financiële crisis in sommige landen veel grotere budgettaire gevolgen te hebben dan waar bij de formulering van het SGP op was gerekend.⁶ De aanzienlijke budgettaire verslechtering leidde in verschillende EMU-landen zelfs tot een destabiliserende reactie van financiële markten, mede vanwege de hoge schuld niveaus in veel landen.⁷ Bij de discussie over de versterking van de muntunie kwam daarom een Europees budgettair stabilisatiefonds opnieuw in beeld.⁸ Een stabilisatiefonds zou in theorie enkele beperkingen van nationaal begrotingsbeleid kunnen opvangen. Zo worden coördinatieproblemen tussen lidstaten verminderd en kunnen onderlinge divergenties – zonder te lenen – worden tegengegaan door tussen landen te herverdelen. In de EMU als geheel wordt hierdoor minder overheidsschuld opgebouwd, of zijn er omgekeerd minder buffers nodig om schokken op te vangen.

Ook voor de start van de EMU was echter al duidelijk dat een stabilisatiefonds in de praktijk moeilijker realiseerbaar is dan de theorie aangeeft. Het grote voordeel van een federale begroting is dat stabilisatie automatisch en onzichtbaar plaatsvindt, ongeacht de aard en de duur van de schok. Dit geldt niet voor een stabilisatiefonds, waar afdrachten en ontvangsten direct zichtbaar zijn. Hierdoor is een stabilisatiefonds veel gevoeliger voor (politieke) conflicten over aard en omvang van de afdrachten en ontvangsten. Al voor de oprichting van de EMU concludeerde de literatuur daarom dat een fonds alleen haalbaar is onder voorwaarden:⁹

- Geen permanente herverdeling tussen lidstaten, om een transfer-unie te voorkomen.
- Geen federale leencapaciteit, omdat dit zou kunnen leiden tot *deficit bias* op federaal niveau, waar de lidstaten uiteindelijk voor op moeten draaien.
- Automatische verdeling via een objectieve formule en geen *ad hoc* besluitvorming. Dit om te voorkomen dat politieke koehandel of willekeurige herverdeling ontstaan.

Deze voorwaarden voor politieke acceptatie komen nu deels terug bij Van Rompuy (2012), al wordt in dat rapport de optie van een federale leencapaciteit opengehouden. In de praktijk blijkt het echter zeer lastig om een fonds te maken dat én voldoet aan al deze voorwaarden voor politieke haalbaarheid, én ook nog effectief is bij verschillende soorten schokken – van soms onverwachte aard.

2 Aard van de divergenties en budgettaire problemen in de EU

Een belangrijke moeilijkheid is dat de uiteengroeiende ontwikkelingen die zich in de economieën binnen de EMU hebben voorgedaan van andere aard bleken te zijn dan van

⁶ Gilbert en Hessel (2012).

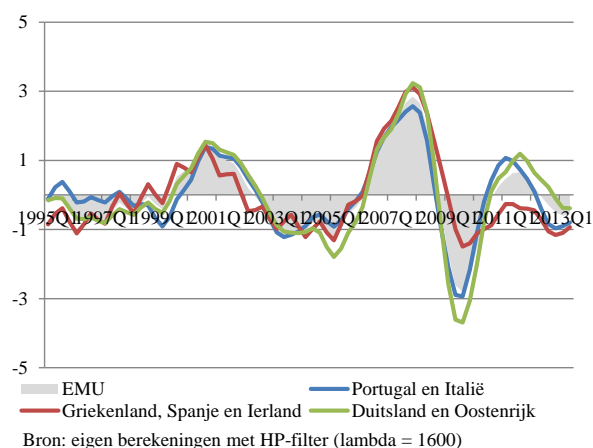
⁷ Dit is overigens een belangrijk verschil met de Verenigde Staten. Individuele staten in de VS hebben zeer lage schuld niveaus (gemiddeld slechts zo'n 7 procent bbp), en hebben vaak ook het vereiste van een sluitende begroting in lokale wetgeving opgenomen. Dit is mogelijk omdat de budgettaire stabilisatie bijna volledig op federaal niveau plaatsvindt, net als het aangaan van overheidsschuld.

⁸ Zie Van Rompuy (2012).

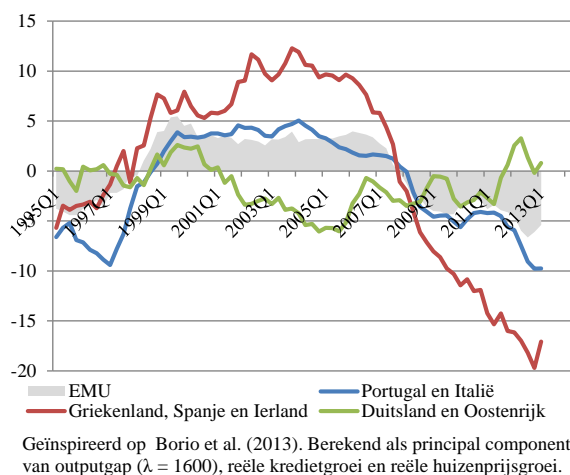
⁹ Von Hagen en Hammond (1995).

tevooren was verwacht. In de theorie van optimale valutagebieden is het gangbaar om te kijken naar asymmetrische conjunctuurcycli. De normale conjunctuurcyclus heeft een duur tot ongeveer acht jaar.¹⁰ In de EMU was de mate van conjunctuursynchronisatie sinds 1999 echter opvallend sterk (figuur 1). Afhankelijk van de maatstaf hangt ongeveer 50-70 procent van de variatie van de nationale *output gaps* samen met de EMU-brede conjunctuur. De belangrijkste recessies, de dotcom-recessie in 2001 en de financiële crisis in 2008-09, uitten zich vooral in symmetrische bewegingen van de *output gap*. Al met al zijn er betrekkelijk weinig asymmetrische conjunctuurschokken geweest. Dit geldt zelfs tijdens de financiële crisis, al loopt sindsdien de conjunctuur tussen kern en periferie wel wat verder uiteen.

Figuur 1 Output gaps EMU



Figuur 2 Financiële cycli EMU



Deze sterke conjunctuursynchronisatie is opmerkelijk. Het is immers bekend dat zich in deze periode juist zeer uiteenlopende ontwikkelingen hebben voorgedaan: bij concurrentieposities, bij lopenderekeningsaldi en in de groei van kredietverlening en huizenprijzen. Deze divergenties hebben in belangrijke mate bijgedragen aan de ernst van de Europese schuldencrisis. De normale conjunctuurcyclus blijkt geen goede maatstaf te zijn om deze grotere en langduriger divergenties te identificeren. Deze hangen voor een belangrijk deel samen met de financiële cyclus. Uit recent onderzoek komen drie *stylized facts* over de financiële cyclus naar voren.¹¹ Ten eerste wordt de financiële cyclus gedreven door fluctuaties in kredietverlening en huizenprijzen. Ten tweede duurt de financiële cyclus veel langer dan de normale conjunctuurcyclus: zo'n 16-20 jaar in plaats van acht jaar. Ten derde kent de financiële cyclus veel grotere uitslagen dan de conjunctuurcyclus, en gaat de neergang vaak gepaard met een financiële crisis.

Sinds de start van de EMU is de financiële cyclus in het eurogebied asymmetrisch verlopen (figuur 2). De divergenties worden duidelijk zichtbaar met een maatstaf voor de financiële cyclus per land (hier gedefinieerd op basis van de *principal component* van de *output gap*, reële kredietgroei en reële groei van huizenprijzen).¹² Slechts 26 procent van de variatie van de nationale financiële cycli wordt verklaard door EMU-brede ontwikkelingen. In de Europese periferie droegen kredietgroei en stijgende huizenprijzen bij aan een jarenlange *boom*, met name in Ierland en Spanje. In landen als Duitsland en Oostenrijk daalden de huizenprijzen juist licht, en bleef ook de kredietverlening zeer gematigd. Deze asymmetrische cyclus interacteerde in de EMU met rigide lonen en prijzen, doordat structurele

¹⁰ Borio et al. (2013).

¹¹ Drehmann et al. (2012); Borio (2012).

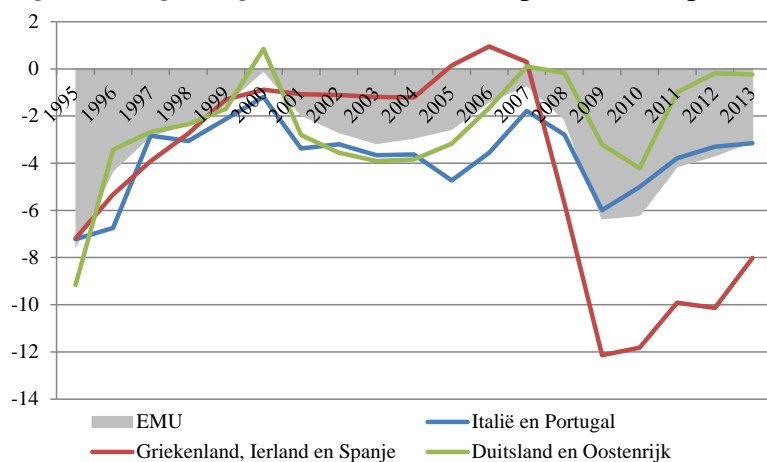
¹² Zie Comunale en Hessel (2014).

hervormingen onvoldoende waren doorgevoerd. Zo heeft de financiële cyclus bijgedragen aan langdurige verschillen in inflatie en loongroei en aan grote divergenties in concurrentieposities en lopenderekeningsaldi.

Deze divergenties hebben grote gevolgen gehad voor de overheidsfinanciën. De grootste budgettaire problemen in de EMU hangen sterker samen met de financiële cyclus dan met de conjunctuurecyclus.¹³ De financiële cyclus heeft namelijk een veel grotere invloed op het begrotingssaldo dan op basis van alleen de economische groei te verwachten zou zijn.¹⁴ De effecten lopen met name via de overheidsinkomsten, waarbij drie kanalen een rol spelen. Zo leidt een stijging van activaprijzen tot meer inkomsten via transactiebelastingen (zoals in Nederland de overdrachtsbelasting) en vermogensbelastingen. Ten tweede leidt een hoge groei van de lonen tot meer inkomsten uit loonbelasting, ook vanwege de progressie in veel belastingstelsels. Ten derde stijgt via vermogens effecten het aandeel van de binnenlandse bestedingen in de economie, wat leidt tot meer inkomsten uit indirecte belastingen.

Bij een omslag in de financiële cyclus, zeker als die gepaard gaat met een financiële crisis, draaien deze effecten om en treedt een omvangrijk negatief budgettair effect op. Dit is duidelijk te zien bij de landen in het eurogebied die een sterke financiële cyclus hebben doorgemaakt (figuur 3). De *boom*periode uit zich vooral in Spanje en Ierland in (achteraf gezien te kleine) budgettaire overschotten; de *bust* sinds 2009 uit zich vooral in de periferie in veel scherper dan gemiddeld oplopende tekorten. Opvallend zijn overigens ook de grote verschillen tussen de gemiddelde tekorten van de diverse landen. Dit deel van de divergenties kan alleen met sterkere begrotingsregels worden opgelost. Hiertoe zijn inmiddels belangrijke stappen gezet.¹⁵

Figuur 3 Begrotingssaldi EMU-landen (procenten bbp)



3 Stabilisatiefonds op basis van asymmetrische conjunctuurecyclus

Een stabilisatiefonds dat zich vooral richt op het asymmetrische deel van de conjunctuurecyclus sluit onvoldoende aan op de divergenties en budgettaire problemen die zich in het eurogebied hebben voorgedaan. De meest gebruikte indicator voor het asymmetrische deel van de conjunctuurecyclus is de relatieve *output gap*: het verschil tussen de nationale *output gap* en het Europese gemiddelde. Aangezien deze relatieve *output gaps* op Europees niveau tegen elkaar wegvallen, heeft een fonds dat herverdeelt op basis hiervan geen leencapaciteit nodig, in tegenstelling tot bijvoorbeeld een fonds op basis van de (verandering

¹³ Gilbert en Hessel (2013).

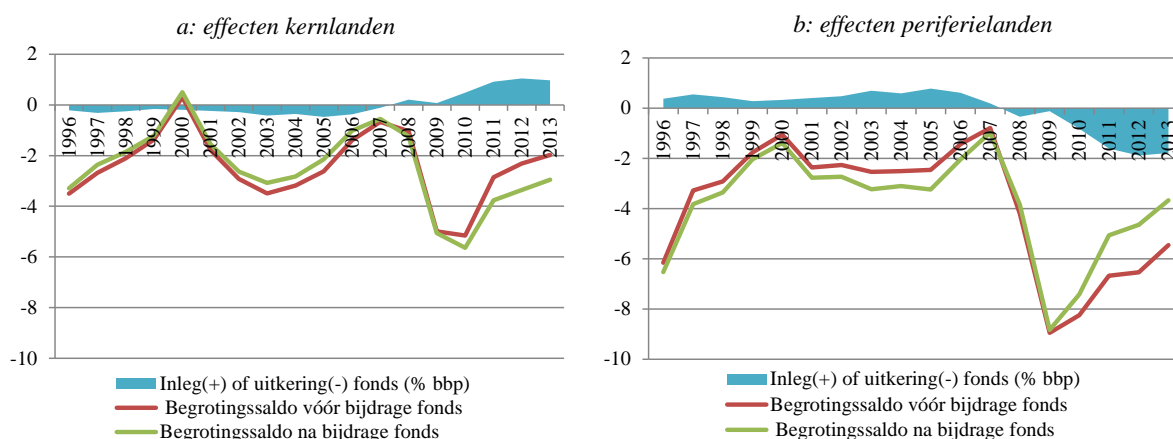
¹⁴ Eschenbach en Schuknecht (2004); Bénétrix en Lane (2011); Dobrescu en Salman (2011); Lendvai *et al.* (2011).

¹⁵ Verkaart *et al.* (2012).

van) de werkloosheid.¹⁶ Bovendien is de relatieve *output gap* over een langere periode voor elk land in theorie gemiddeld nul. Een stabilisatiefonds dat zich hierop baseert zou daarom – bezien over de conjunctuurcyclus – geen (*ex ante*) herverdelingseffecten hebben. Zo worden ook de prikkels voor structurele hervormingen niet ondermijnd.

We illustreren het budgettaire effect van zo'n fonds met een simulatie voor de periode 1999-2013 op basis van de *output gaps* zoals berekend door de Europese Commissie. Deze spelen al een grote rol in de budgettaire *surveillance* in de EMU. Om de bijdrage van dit stabilisatiefonds aan het verminderen van begrotingsfluctuaties te beoordelen, gaan we uit van het meest extreme scenario – een fonds dat bijna volledig corrigeert voor het asymmetrische deel van de *output gap*.¹⁷ Dit is illustratief als bovengrens voor de effectiviteit van een fonds dat niet intertemporeel herverdeelt.

Figuur 4 Budgettaire effecten stabilisatiefonds op basis van asymmetrische *output gap*



Een fonds gericht op het asymmetrische deel van *output gap* is echter weinig effectief, mede vanwege de zeer synchroon verlopende conjunctuurcycli in de EMU-landen. De relatieve *output gaps* verklaren namelijk maar ongeveer 12 procent van de variatie in begrotingstekorten in de EMU tussen 1999 en 2013.¹⁸ Het fonds zou in de praktijk vooral herverdelen tussen landen die zich in dezelfde conjunctuurfase bevinden: van landen met een milde recessie naar landen in een scherpe recessie, of van landen met een sterke hoogconjunctuur naar landen in een milde hoogconjunctuur. Het fonds levert echter een te kleine bijdrage als landen door een omslag in de financiële cyclus in een diepe recessie en grote budgettaire problemen terechtkomen. Dit blijkt duidelijk uit figuur 4, waar voor de kernlanden en de periferielanden de inleg en de uitkering uit het fonds worden weergegeven (blauw). Voor de crisis is er een kleine herverdeling van periferie naar kern, van gemiddeld minder dan 1 procent bbp per jaar. Na de crisis is er een kleine herverdeling van kern naar periferie, van 1-2 procent bbp per jaar. Door het stabilisatiefonds zouden de

¹⁶ De *relatieve* verandering van de werkloosheid is voor de EMU als geheel wel gemiddeld nul; en daarmee in theorie geschikt als basis voor een niet-intertemporeel herverdelend stabilisatiefonds. Dit blijkt echter een belabberde indicator voor de conjunctuurcyclus te zijn: een fonds op basis hiervan is nog aanzienlijk minder effectief dan een fonds op basis van de relatieve *output gap*.

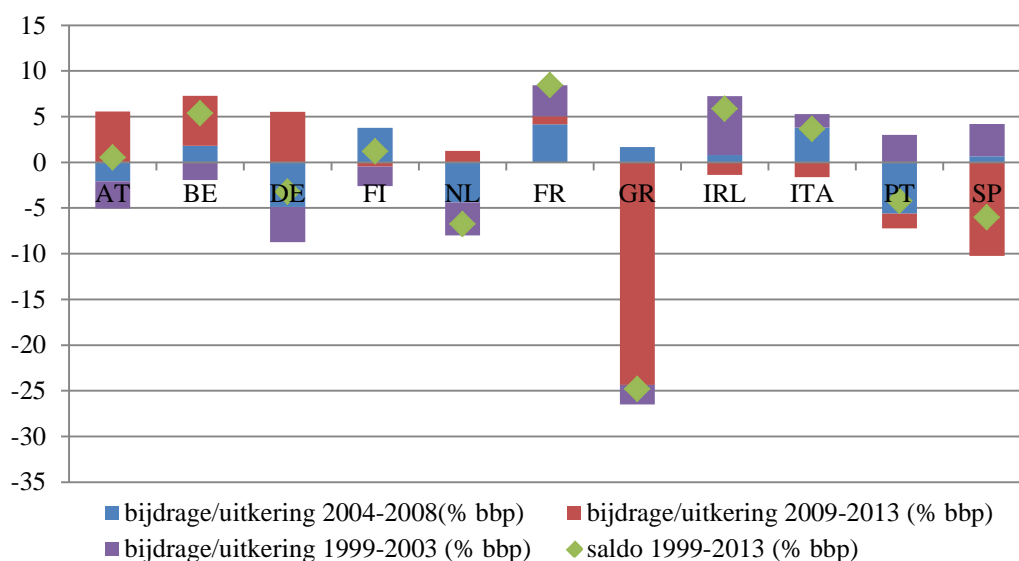
¹⁷ Op basis van een panelregressie kiezen we een coëfficiënt van 0,9 voor de asymmetrische *output gap*. Landen leggen in/ontvangen 0,9 procent bbp voor elke procentpunt die de *output gap* positiever/negatiever is dan het EMU-gemiddelde.

¹⁸ Een regressie met als linkerhandvariabele het begrotingstekort en als verklarende variabele het asymmetrische deel van de *output gap* geeft voor de EMU een R-kwadraat van 12 procent (periode: 1999-2013).

begrotingstekorten in de periferie sinds 2010 iets lager zijn uitgekomen, maar het effect is te klein om de verslechtering sinds de crisis te compenseren.¹⁹

Dit beeld blijkt nog duidelijker uit de bijdragen van individuele landen (figuur 5). Er is namelijk sprake van behoorlijk willekeurige verschillen, waarbij vooral de uitkeringen tijdens de crisisperiode nogal ongelijk zijn verdeeld. Na de crisis krijgt Griekenland bijna 25 procent bbp, vooral door de sterk afwijkende *output gap* in de berekeningen van de Commissie. De rest van de periferie krijgt echter veel minder, waarbij Portugal, Italië en Ierland nauwelijks iets ontvangen. Bovendien blijken behoorlijk langdurige herverdelingseffecten op te treden, zelfs gemeten over perioden van 15 jaar. De *output gap* blijkt voor veel landen gemiddeld niet nul te zijn. Per saldo zijn Griekenland, Spanje, Portugal en Nederland de grootste netto-ontvangers, terwijl Oostenrijk, Finland, Frankrijk en België nettobetaler zijn. Dit effect kan met zo'n vijf procent bbp (cumulatief over een periode van tien jaar) toch behoorlijk fors zijn. Zulke herverdelingseffecten zijn politiek moeilijk verdedigbaar.

Figuur 5 Fonds met output gap: cumulatieve bijdrage (+)/uitkering (-) per land



4 Voorwaarden deels loslaten: een stabilisatiepot

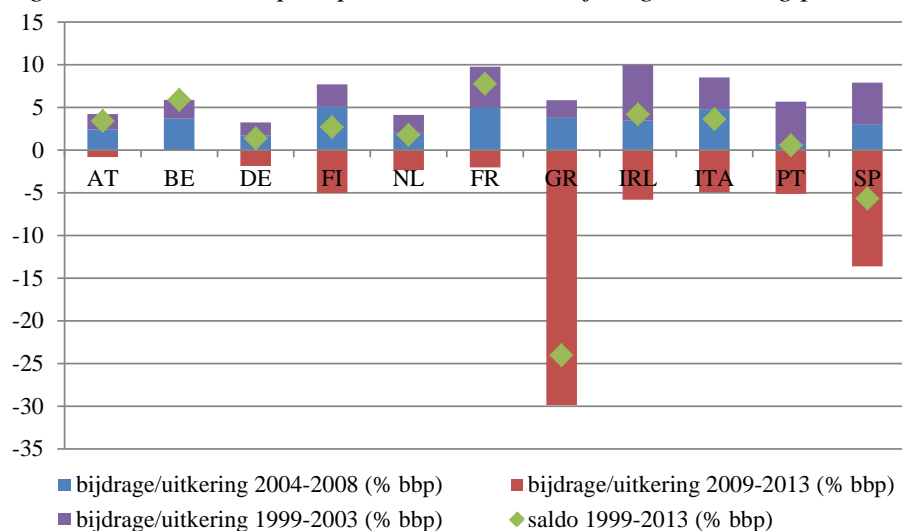
Het is mogelijk om het fonds effectiever te maken door de genoemde voorwaarden voor politieke acceptatie deels los te laten. Zo is een grotere mate van stabilisatie te bereiken door niet langer alleen asymmetrische schokken op te vangen, maar ook een deel van de symmetrische schokken te stabiliseren. Dit kan door het fonds niet alleen tussen lidstaten, maar ook in de tijd middelen te laten herverdelen: het fonds kan sparen of lenen. Om te voorkomen dat het fonds schuld aangaat, kan desgewenst worden gekozen voor de formule van een spaarpot. Dit sluit aan bij de 'verzekeringsaanpak'²⁰ die ervan uitgaat dat het zinloos is dat een stabilisatiefonds ook uitkeert bij kleine schokken – die kunnen landen immers prima zelf opvangen. In plaats daarvan gaan de bijdragen van de lidstaten in een spaarpot, en wordt uitsluitend uitgekeerd bij hele scherpe recessies. Hierdoor ontstaat ook *ex ante* een kans op permanente herverdeling, wat zoals gezegd politiek moeilijk ligt.

¹⁹ Pisani-Ferry, Vahriälä en Wolff (2013) vinden ook relatief kleine effecten in diverse andere varianten voor de opzet van een stabilisatiefonds.

²⁰ Gros (2014).

We hebben de effecten doorgerekend van een dergelijke stabilisatie-spaarpot.²¹ Dit fonds is inderdaad effectiever dan een fonds gericht op de asymmetrische conjunctuurcyclus (figuur 6). Dit komt vooral door de grotere herverdeling in de tijd. In de periode 1999-2008 leggen alle EMU-landen per saldo geld in, waardoor een spaarpot van zes procent bbp zou zijn opgebouwd (figuur 7). Alleen Nederland (2003-04) en Duitsland (2005) zouden in sommige jaren geld ontvangen. Na de crisis, vanaf 2009, keert het fonds aan alle landen uit. Het begrotingssaldo van de periferie gaat er over de periode 2009-13 gemiddeld 2 procent bbp op vooruit; dat van de kernlanden 0,4 procent bbp. Eind 2013 is het fonds door zijn middelen heen (figuur 7). Al met al zou een stabilisatie-spaarpot begrotingsfluctuaties inderdaad sterker hebben teruggedrongen. De mate van herverdeling is *ex post* bovendien niet veel groter dan bij het fonds met de asymmetrische *output gap*.

Figuur 6 Stabilisatiespaarpot: cumulatieve bijdrage/uitkering per land

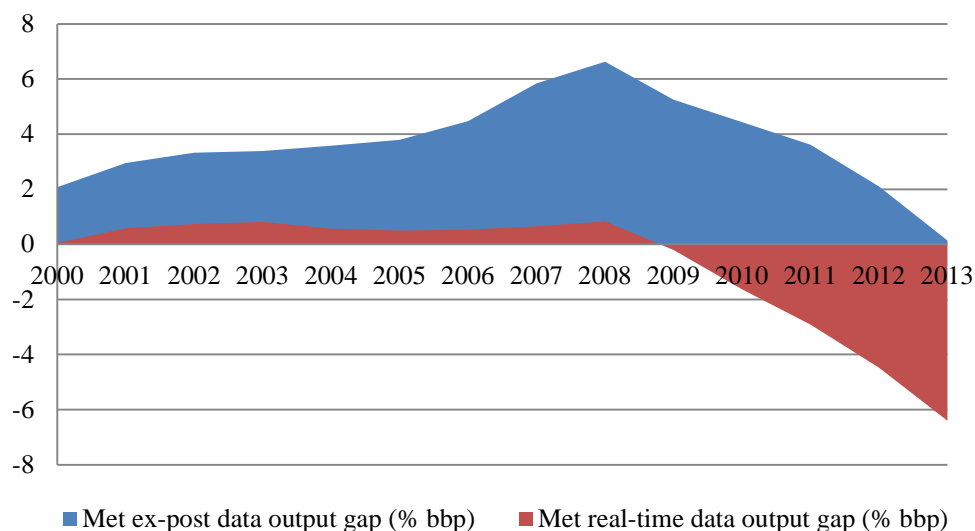


De stabilisatie-spaarpot kent echter een groot nadeel: het ontstaan van een *deficit bias* op Europees niveau. Dit komt doordat het zeer moeilijk is om de conjuncturele situatie (de omvang van de *output gap*) goed in te schatten. Deze is immers niet direct observeerbaar, vooral niet in *real time*. Tot nu toe hebben we onze berekeningen gebaseerd op *ex post* data voor de *output gap*, en dan zou inderdaad keurig een spaarpot zijn opgebouwd. Maar dit beeld verandert bij het gebruik van *real time* data voor de *output gap*. Met name over de periode 1999-2007 blijken deze cijfers gemiddeld genomen veel te laag te zijn: analisten en beleidsmakers zijn doorgaans te optimistisch over de structurele vooruitzichten voor de economie.²² Met *real time* data in plaats van *ex post* data zou daarom in de aanloop naar de crisis nooit een spaarpot zijn opgebouwd (figuur 7). Het fonds zou nu zelfs een forse schuld van zes procent bbp hebben.

²¹ We gaan uit van een fonds dat geld int in alle landen met een positieve (absolute) *output gap* (0,5 procent bbp inleg per procentpunt positieve *output gap*), en alleen uitkeert bij negatieve *output gaps* van groter dan twee procent (een procent bbp per procentpunt negatievere *output gap*).

²² Zie ook Gilbert en Hessel (2013).

Figuur 7 Omvang spaarpot: ex post of real time



Het is mogelijk om dergelijke *real time* problemen te vermijden door te kiezen voor een minder perfecte, maar beter observeerbare indicator voor de ontwikkeling van de conjunctuur, zoals de verandering van de (nationale) werkloosheid.²³ Potentieel zou een stabilisatiefonds op basis van de verandering van de werkloosheid de volatiliteit van begrotingssaldi in de EMU behoorlijk kunnen terugbrengen.²⁴ Wel zou een flinke spaarpot nodig zijn geweest om het fonds in de periode 2009-2013 uit het rood te houden.

De werkloosheid is echter vooral beter observeerbaar dan de *output gap*, omdat niet langer onderscheid wordt gemaakt tussen cyclische- en structurele ontwikkelingen.²⁵ Dit levert ook belangrijke nadelen op. Zeker bij grote schokken als omslagen in de financiële cyclus kan zo forse langdurige of zelfs permanente herverdeling ontstaan, als de werkloosheid hardnekkig hoog blijft of (deels) structureel wordt. Het gebrek aan onderscheid tussen conjuncturele en structurele werkloosheid heeft ook tot gevolg dat structurele hervormingen feitelijk worden ontmoedigd. Een land, dat door structurele hervormingen zijn werkloosheid terugdringt, zal ceteris paribus immers meer moeten inleggen in (dan wel minder ontvangen uit) het fonds. Zodra wel wordt geprobeerd conjuncturele en structurele werkloosheid te onderscheiden, ontstaat wederom *real time* onzekerheid vergelijkbaar met die rond de *output gap*. Bovendien wordt het fonds dan minder effectief, doordat een (aanzienlijk) deel van de fluctuaties in de werkloosheid niet langer wordt meegewogen. De Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (2007; 2014) ging bijvoorbeeld voor het eurogebied in 2007 nog uit van een structureel werkloosheidsniveau van zeven procent;

²³ We gebruiken hier de (verandering van) de werkloosheid dus als conjunctuurindicator. Dat is een fundamenteel andere benadering dan bij de keuze voor invoering van een gemeenschappelijke Europese werkloosheidsverzekering, zoals soms wordt voorgesteld (Dullien, 2013). Het nadeel van dergelijke voorstellen is dat ze een zekere mate van convergentie van arbeidsmarkt wetgeving en -instituten vragen, wat politiek omstreden is (Wolff, 2012). Bovendien is de budgettaire impact waarschijnlijk niet groot genoeg om landen in grote problemen voldoende te helpen. Doorgaans zijn de cyclische fluctuaties in de overheidsinkomsten aanzienlijk groter dan die in de overheidsuitgaven; zie de elasticiteiten in Europese Commissie (2006). Vooral bij een omslag in de financiële cyclus lopen de budgettaire effecten in sterke mate via de belastingkomsten.

²⁴ Een regressie met als linkerhandvariabele het begrotingstekort en als verklarende variabele de verandering van de werkloosheid, geeft een R-kwadraat van liefst 40 procent in de periode 1999-2013.

²⁵ Een vergelijkbaar effect zou daarom kunnen worden bereikt door in plaats van de *output gap* de (verandering van) de absolute bbp-groei als conjunctuurindicator te gebruiken. Ook dit vermindert de *real time* onzekerheid, tegen de prijs van het op een hoop gooien van cyclische en structurele ontwikkelingen.

inmiddels rekt zij met een structureel werkloosheidsniveau van tien procent. Het feitelijke werkloosheidspercentage in het eurogebied is in diezelfde periode vier procentpunt opgelopen: slechts een kwart van de stijging zou op basis van *real time* data dus als conjunctureel zijn beoordeeld.

5 Conclusie

Hoewel een stabilisatiefonds in theorie nuttig is, blijkt de effectiviteit van zo'n constructie in de praktijk beperkt te zijn. Een klein fonds kan nooit in alle omstandigheden dezelfde mate van stabilisatie bieden als een federale begroting. De effectiviteit kan wel toenemen als de drie voorwaarden voor politieke acceptatie worden losgelaten: i) geen permanente herverdeling, ii) geen federale leencapaciteit en iii) automatische verdeling via een formule. Dit vermindert echter de politieke haalbaarheid en levert andere nadelen op, zoals een *deficit bias* op Europees niveau of het ondermijnen van de prikkels voor hervormingen. Een alternatief is om meer in de richting van een echte federale begroting te gaan. Ook dit lijkt voorlopig echter politiek onhaalbaar. Een reëlere beleidsoptie is daarom de mogelijkheden voor budgettaire stabilisatie op nationaal niveau te versterken. Hiertoe zijn reeds stappen gezet met de aanscherping van het SGP. Betere naleving van de begrotingsregels, met name in economisch goede tijden, geeft landen meer ruimte om de automatische stabilisatoren te laten werken tijdens recessies. De introductie van de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure (MEOP) moet bovendien helpen voorkomen dat landen in de toekomst opnieuw financiële onevenwichtigheden opbouwen die leiden tot een diepe recessie en een sterke verslechtering van de overheidsfinanciën. Daarom is ook ruimere aandacht voor budgettaire effecten van de financiële cyclus in de Europese *surveillance* welkom.²⁶

Niels Gilbert
Jeroen Hessel

* Economen bij de divisie Economisch Beleid en Onderzoek van De Nederlandsche Bank. Dit artikel is geschreven op persoonlijke titel. Met dank voor nuttige suggesties en commentaar van Job Swank, Jan Marc Berk, Peter van Els, Wessel Dikker Hupkes en bezoekers van het Dreesseminar op 6 mei 2014.

LITERATUUR

- Bayoumi, Tamim, en Paul Robert Masson (1995), Fiscal flows in the United States and Canada. Lessons for Monetary Union in Europe, *European Economic Review*, 39(2), 253-274
- Bénétrix, Augustin S., en Philip R. Lane (2013), Fiscal cyclicity and EMU, *Journal of International Money and Finance*, 24(April), 164-173
- Borio, Claudio (2012), *The financial cycle and macroeconomics. What have we learnt?*, BIS Working Paper 395, Bazel: Bank for International Settlements
- Borio, Claudio, Piti Disyatat, en Mikael Juselius (2013), *Rethinking potential output. Embedding information about the financial cycle*, BIS Working Paper 404, Bazel: Bank for International Settlements
- Comunale, Mariarosaria, en Jeroen Hessel (2014), *Current account imbalances in the euro area. Competitiveness or financial cycle?*, mimeo

²⁶ Gilbert en Hessel (2013).

- Dobrescu, Gabriela, en Ferhan Salman (2011), *Fiscal policy during Absorption Cycles*, IMF working paper 41, Washington, D.C.: Internationaal Monetair Fonds
- Drehmann, Mathias, Claudio Borio, en Kostas Tsatsaronis (2012), *Characterising the financial cycle. Don't lose sight of the medium term!*, BIS Working Paper 380, Bazel: Bank for International Settlements
- Dullien, Sebastian (2013), *A European unemployment insurance as a stabilization device. Selected issues*, paper prepared for brainstorming workshop on July 2, 2012 at the DG EMPL, Brussel: Europese Commissie
- Eschenbach, Felix, en Ludger Schuknecht (2004), Budgetary risks from real estate and stock markets, *Economic Policy*, 19(39), 313-346
- Europese Commissie (2006), *Public Finances in EMU 2006*, European Economy 3, Brussel: EC
- Gilbert, Niels en Jeroen Hessel (2012), De Europese overheidsfinanciën tijdens de crisis, *Economisch Statistische Berichten*, 97(4631), 166-169
- Gilbert, Niels en Jeroen Hessel (2013), *The financial cycle and the European budgetary reversal during the crisis: consequences for surveillance*, proceedings of the 15th Banca d'Italia public finance workshop (Fiscal Policy and Macroeconomic Imbalances), Perugia
- Gros, Daniel (2014), *A fiscal shock absorber for the Eurozone? Lessons from the economics of insurance*, www.voxeu.org
- Haan, Jakob de (1997), Een Europees stabiliserend begrotingsbeleid?, *Tijdschrift voor Politieke Economie*, 20(1), 78-89
- Hagen, Juergen von, en George William Hammond (1998), Regional Insurance against Asymmetric Shocks. An Empirical Study for the European Community, *The Manchester School of Economic and Social Studies*, 66(3), 331-353
- Kenen, Peter B. (1969), The Theory of Optimum Currency Areas. An Eclectic View, in Robert A. Mundell en Alexander K. Swoboda (red.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago en Londen: University of Chicago Press, 41-60
- Lendvai, Julia, Laurent Moulin, en Alessandro Turrini (2011), *From CAB to CAAB? Correcting indicators of structural fiscal positions for current account imbalances*, European Economy, Economic Paper 422, Brussel: Europese Commissie
- Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (2007), *Economic Outlook 81*, Parijs: OESO
- Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (2014), *Economic Outlook 95*, Parijs: OESO
- Pisani-Ferry, Jean, Erkki Vihriälä, en Guntram Wolff (2013), *Options for a euro-area fiscal capacity*, Bruegel Policy Contribution 1, Brussel: Bruegel
- Rompuy, Herman van (2012), *Naar een echte economische en monetaire unie*, Brussel: Europese Raad
- Sala-i-Martin, Xavier, en Jeffrey Sachs (1992), Fiscal federalism and optimum currency areas: evidence for Europe from the United States, in M.B. Canzoneri, V. Grilli, en P.R. Masson (red.), *Establishing a Central Bank. Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge: Cambridge University Press, 195-219
- Verkaart, Silvie, Niels Gilbert, en Jeroen Hessel (2012), De weeffouten in de EMU hersteld? De toekomstvisie van Van Rompuy, *TPEdigitaal*, 6(3), 20-32
- Wolff, Guntram. (2012), *A budget for Europe's monetary union*, Bruegel Policy Contribution 22, Brussel: Bruegel