



Rabobank

Fiscal Compact zal toekomstige crisis niet voorkomen

Om toekomstige financiële crises te voorkomen hebben Europese regeringsleiders met het zogenoemde 'Fiscal Compact' beloofd om het streven naar een structureel begrotingsevenwicht op middellange termijn in nationale wetgeving te verankeren. Omdat het bepalen van het structurele begrotingssaldo een buitengewoon lastige zaak is, zal dit echter geen voldoende voorwaarde zijn om financiële crises in de toekomst te voorkomen.

Versterkt SGP nog sterker gemaakt

De laatste jaren is er op begrotingsgebied nogal wat nieuwe wetgeving uit Europa bijgekomen. Naast het verder aanscherpen van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) werd een belangrijke stap gezet met het Verdrag inzake Stabiliteit, Coördinatie en Bestuur in de Economische en Monetaire Unie, beter bekend onder de Engelse naam van Titel III: 'Fiscal Compact'. De lidstaten die dit verdrag ondertekenen, committeren zich aan een 'gouden regel': op middellange termijn mag het structurele begrotingstekort niet boven de 0,5% van het Bruto Binnenlands Product (BBP) uitkomen. Overigens dient deze uitleg van de 'gouden regel' niet te worden verward met de betekenis van de begrotingsregel die zegt dat begrotingstekorten alleen zijn toegestaan als hiermee investeringen worden gedaan die ten goede komen aan toekomstige generaties (Artis, 2002).

In feite is de gouden regel niet meer dan een versterking van de al bestaande regel uit het SGP dat landen dienen te streven naar een structureel begrotingsevenwicht op middellange termijn. Deze regel is echter weinig effectief gebleken, mede door het gebrek aan sancties. Daardoor hebben landen zich in de praktijk vooral geconcentreerd op de 3% tekortregel (Buti, 2006). Nu is echter afgesproken dat de middellange structurele begrotingsdoelstelling

evenals automatische mechanismen die voor handhaving van de regel moeten zorgen in nationale wetgeving dienen te worden opgenomen, het liefst in de grondwet en anders op een vergelijkbaar niveau van wetgeving. Ook krijgen landen het recht elkaar voor het Hof van Justitie van de Europese Unie te dagen als ze van mening zijn dat een ander land de begrotingsregels onvoldoende heeft verankerd in de nationale wetten.

Theorie van het structurele saldo

Om van het gewone begrotingssaldo tot het structurele begrotingssaldo te komen wordt eerst gecorrigeerd voor de stand van de conjunctuur. Dat gebeurt door het feitelijke BBP om te rekenen naar het BBP dat resulteert wanneer de economie zich in een situatie van volledige werkgelegenheid bevindt. Het resulterende saldo wordt ook wel het cyclisch geschoonde begrotingssaldo genoemd. Volgens de methodiek van de Europese Commissie dient dit nog te worden gecorrigeerd voor eenmalige en tijdelijke inkomsten om tot het structurele saldo te komen (EC, 2012). Het corrigeren voor de conjunctuur is de meest lastige stap in het proces, omdat het op enig moment moeilijk is om de stand van de conjunctuur precies te bepalen. Tegelijkertijd is dit voor de effectiviteit van het 'Fiscal Compact' juist ook de meest belangrijke stap.

Het ligt voor de hand dat de gouden regel het nieuwe ijkpunt gaat worden voor het vaststellen van begrotingsbeleid, want voor de meeste landen zal deze regel sneller gaan knellen dan de 3%-norm uit het Verdrag van Maastricht (Verhelst, 2012). Het cyclisch geschoonde begrotingssaldo geeft een robuustere weergave van de gezondheid van overheidsfinanciën dan het normale saldo. Door te sturen op een cyclisch geschoond saldo wordt begrotingsbeleid in theorie minder procyclisch. In goede tijden

worden meevallende belastinginkomsten niet uitgegeven, omdat dit het cyclisch geschoonde saldo zou doen verslechteren. In slechte tijden wordt niet bezuinigd, omdat de tegenvallende inkomsten slechts tijdelijk zijn. Zo krijgt het begrotingsbeleid dus juist een dempende werking op de economische schommelingen. Doordat in goede tijden voldoende grote overschotten worden gerealiseerd kan het feitelijke saldo tijdens een economische neergang aanzienlijk verslechteren zonder dat de tekortgrens van 3%-BBP wordt overschreden. Bovendien wordt door het opbouwen van overschotten in perioden van hoogconjunctuur de staatsschuld afgebouwd, waardoor er in perioden van laagconjunctuur ruimte is voor een oplopende staatsschuld zonder dat beleggers zullen twifelen aan de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Dit aspect van de regels moet de gehoopte bijdrage aan het voorkomen van financiële crises bewerkstelligen.

Praktijk van het structurele saldo

Het bepalen van het cyclisch geschoonde begrotingssaldo is geen eenvoudige exercitie en de berekening ervan laat nogal wat ruimte voor interpretatie. Om te beginnen moet worden gecorrigeerd voor de stand van de conjunctuur. Er zijn grofweg twee manieren om dit te bepalen: het gebruiken van een statistische filter en een methode gebaseerd op een productiefunctie. De Europese Commissie gebruikt in principe de laatste methode (EC, 2011). Met behulp van een productiefunctie wordt een inschatting gemaakt van het potentiële BBP. Om de potentiële productie te berekenen, is een inschatting van het maximale houdbare niveau van de werkgelegenheid en de mogelijke voorraad kapitaalgoederen nodig. Daarnaast moet een veronderstelling over de productiviteit gemaakt worden. Inschattingen van de maximale werkgelegenheid en de kapitaalgoederenvoorraad zijn vaak weer gebaseerd op methodes waarbij een statistisch filter wordt gebruikt, of op modellen waarin veronderstellingen worden gemaakt over bijvoorbeeld het evenwichtsniveau van de kapitaalmarktrente.

Het veelvoud aan benodigde aannames maakt dat het buitengewoon lastig is om het potentiële BBP goed in te schatten (Annunziata, 2011). Na de recessie van 2009 is de onzekerheidsmarge waarmee het inschatten van het potentiële BBP omgeven is, alleen maar groter geworden. Dat komt doordat het waarschijnlijk, maar niet zeker is dat de potentiële productie op een permanent lager niveau terecht is gekomen. Uiteindelijk kan, na het doen van de noodzakelijke aannames, met behulp van de potentiële productie worden bepaald hoezeer de economische activiteit boven of onder het potentiële niveau ligt. Dit geeft samen met begrotingselasticiteiten –de gevoeligheid van belastinginkomsten en overheidsuitgaven voor veranderingen in het BBP– het cyclisch geschoonde begrotingssaldo.

Het cyclisch geschoonde saldo van NL

De Nederlandse economische activiteit lag volgens schattingen van de EU in 2011 2,1% onder het potentiële niveau. In hetzelfde jaar bedroegen de collectieve uitgaven van de overheid € 301,8 miljard en de inkomsten € 274,0 miljard, wat neerkomt op een begrotingstekort van € 27,7 miljard (4,7% van het BBP). De elasticiteit van belastinginkomsten waarmee de Europese Commissie rekent, is 1,0. Als het BBP 1% stijgt zijn er meer mensen aan het werk, waardoor de inkomens stijgen en de belastinginkomsten eveneens met 1% toenemen (EC, 2005). Aan de andere kant dalen de overheidsuitgaven aan uitkeringen met 0,4% per %-punt BBP-groei. Daarbij wordt verondersteld dat andere uitgavenposten zoals ambtenarensalarissen vastliggen. Wanneer de economische activiteit zich op het potentiële niveau zou bevinden, komen de inkomsten 2,1% hoger uit, terwijl de uitgaven aan uitkeringen met 0,8% dalen. Het cyclisch geschoonde begrotingstekort kwam daardoor in 2011 uit op nog maar € 21,0 miljard, of 3,4% van het potentiële BBP.

Overigens is het mechanisch rekenen met inkomsten- en uitgavenelasticiteiten niet zonder

gevaar. Het is moeilijk om overheidsbeleid en de conjunctuurcyclus van elkaar te onderscheiden, omdat overheidsbeleid juist vaak afhangt van de stand van de conjunctuur (Dillow, 2010). De veronderstelling dat uitgaven aan bijvoorbeeld ambtenarensalarissen gelijk blijven wanneer het BBP stijgt, hoeft daarom ook niet altijd op te gaan. Economische groei kan juist de druk op de overheid opvoeren om meer uit te geven. Als de overheid toegeeft aan deze druk, nemen de uitgaven toe. Het is dan achteraf lastig om te bepalen of dit een structurele oorzaak heeft of dat simpelweg de cyclische verbetering van het tekort tegenviel. Nederland tracht dit probleem te ondervangen door het voeren van trendmatig begrotingsbeleid, in 1994 ingevoerd door toenmalig minister van Financiën Gerrit Zalm. Een onderdeel daarvan is het reële uitgavenkader, dat werkt als het plafond waaronder de overheidsuitgaven moeten blijven. Maar doordat het plafond aan het begin van elke regeringsperiode opnieuw wordt vastgesteld, is het niet volledig gevrijwaard van politieke druk.

De crisis in Ierland

Een belangrijk probleem bij de berekening van de potentiële economische activiteit is dat de aannames voor een groot deel worden bepaald door recente economische ontwikkelingen. Het is daardoor op een gegeven moment in de tijd erg moeilijk om vast te stellen of, en in welke mate, de economie zich boven of onder haar potentieel bevindt. Zelfs achteraf blijft dit een lastige zaak.

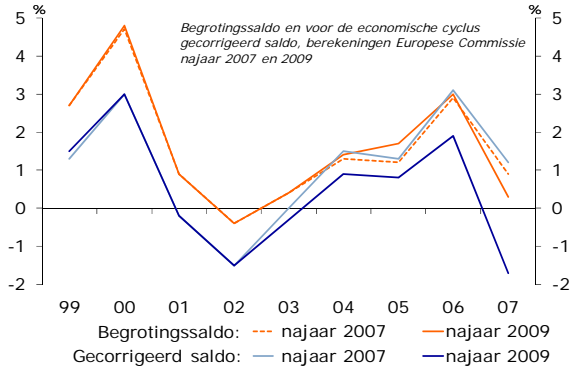
Een treffend voorbeeld daarvan is de inschatting van het Ierse cyclisch geschoonde begrotingssaldo door de Europese Commissie. In het najaar van 2007, vlak voordat de Ierse economie een zeer diepe en lange recessie door zou maken, was de inschatting van de Europese Commissie dat de Ierse economie ongeveer op haar potentieel presteerde. Daardoor was het cyclisch geschoonde begrotingssaldo ongeveer even groot als het werkelijke begrotingssaldo (figuur 1). De economische ontwikkelin-

gen sindsdien hebben laten zien dat de economische situatie die eind 2007 in Ierland bestond, niet houdbaar was. Dit heeft de inschatting van het potentiële BBP fors veranderd. In het najaar van 2009 was de conclusie dat de economie in de jaren 2004-2007 fors boven potentieel had gepresteerd. Bijgevolg waren de belastinginkomsten hoger dan op termijn houdbaar zou zijn. De nieuwe inschatting van het structurele begrotingssaldo laat voor die periode dan ook een minder gunstig plaatje zien (figuur 1).

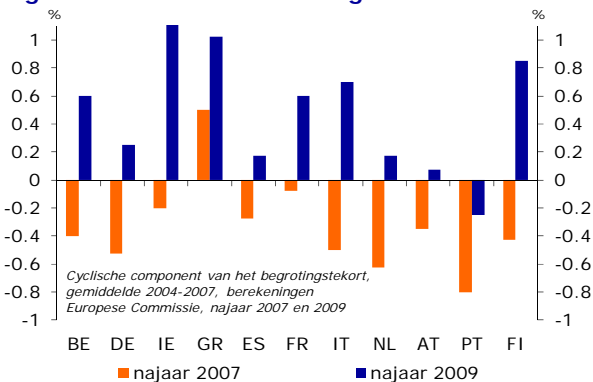
Dit probleem is overigens niet beperkt tot Ierland. In het najaar van 2007 werden de jaren 2004-2007 voor de meeste eurozonelidstaten nog niet als een periode van hoogconjunctuur gezien. De gemiddelde cyclische component van het begrotingstekort was negatief, waardoor de gerapporteerde gecorrigeerde begrotingssaldi gunstiger waren dan de werkelijke saldi. In het najaar van 2009 was duidelijk dat 2004-2007 wel degelijk een periode van zeer gunstige economische omstandigheden was geweest waardoor voor vrijwel alle landen in eens een positieve cyclische component werd berekend (figuur 2). In twee jaar tijd sloeg de inschatting van het effect van de conjunctuur in die periode gemiddeld met 0,8%-punt om.

Behalve dat de stand van de economie moeilijk is in te schatten, kunnen specifieke economische ontwikkelingen er toe leiden dat zelfs bij een goede inschatting van het potentiële BBP het cyclisch geschoonde begrotingssaldo te rooskleurig wordt voorgesteld.

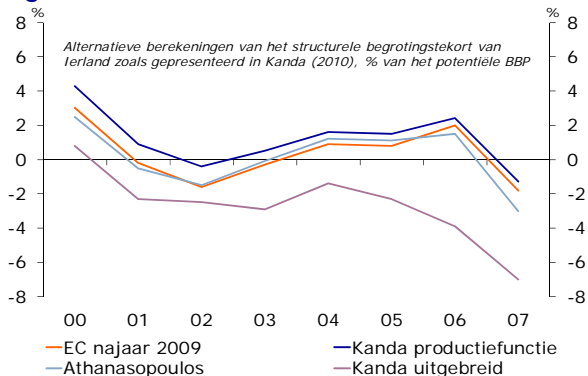
Ook hier is Ierland weer een goed voorbeeld. In de jaren voor de recessie werd de economische activiteit in belangrijke mate bepaald door zowel de prijzen als de productie in de bouw- en vastgoedsector. Beide bereikten onhoudbaar hoge niveaus. De aan vastgoed gerelateerde belastinginkomsten waren daardoor ook onhoudbaar hoog. Met de correctie van de vastgoedprijzen en de bouwactiviteit zijn deze inkomsten sterk teruggevallen en met het

Figuur 1: Ierland met de kennis van toen

Bron: Europese Commissie

Figuur 2: Het effect van de grote recessie

Bron: Europese Commissie

Figuur 3: Ierland met de kennis van nu

Bron: Kanda (2010), Europese Commissie

herstel van de economie zullen ze ook niet meer volledig terugkeren.

Kanda (2010) doet een poging om deze ontwikkelingen mee te nemen in de berekening van het cyclisch geschoonde saldo (figuur 3). Hij laat eerst zien dat verschillende manieren om de stand van de conjunctuur te bepalen tot verschillende maatstaven van het cyclisch ge-

schoonde begrotingsaldo leiden. Daar voegt hij dan de tijdelijke meevallers in de inkomsten door de onhoudbare vastgoedprijzen en – productie aan toe. Hij komt tot de conclusie dat achteraf moet worden vastgesteld dat Ierland al sinds 2001 een aanzienlijk structureel begrotingstekort had. Dit tekort is vooral te wijten aan het feit dat de overheid de niet structurele inkomsten wel omzette in structurele uitgaven. Nu die tijdelijke belastinginkomsten zijn weggevallen en niet meer terug zullen komen, moet het structurele tekort via het verhogen van andere inkomsten of het verlagen van de uitgaven worden weggewerkt.

Het voorbeeld van Ierland is door de omvang van de vastgoedbubbel extreem. Maar het bevat een belangrijke les over de beperkte zeggingskracht van zowel het SGP als het Fiscal Compact. De Europese Commissie had ook met alle aangescherpte regels van nu destijds niets kunnen doen om te voorkomen dat de Ierse overheidsfinanciën zouden ontsporen. Om het probleem van de macro-economische onevenwichtigheden het hoofd te bieden, is naast versterking van het SGP ook een procedure opgezet om macro-economische onbalans op te sporen en te corrigeren. Ook daarvoor geldt echter dat het op het moment zelf erg lastig is om vast te stellen dat er sprake is van een macro-economische onbalans en landen te dwingen hier naar te handelen. Bovendien zijn daardoor de mogelijkheden om macro-economisch onevenwichtigheden als excessief te bestempelen beperkt, waardoor de kans klein is dat een land op basis daarvan in de buitensporige tekortprocedure van het SGP terecht komt.

Voor zowel de juiste berekening van het potentiële BBP als het correct meenemen van onhoudbare vastgoedprijzen of andere macro-economische onevenwichtigheden geldt dat dit achteraf met enige zekerheid te doen is. Belangrijk is echter om dit vast te stellen op het moment dat die onevenwichtigheden zich voordoen of als de economie fors boven poten-

tiel presteert. Alleen in dat geval kan op een zinvolle manier beleidsmatig op het structurele begrotingssaldo worden gestuurd. Het is maar zeer de vraag of we dit in de toekomst beter kunnen doen dan in het verleden.

Een gouden regel?

Gegeven de grote onzekerheid over het correct vaststellen van het cyclisch geschoonde begrotingssaldo biedt het voldoen aan de eis van een structureel begrotingsevenwicht op de middellange termijn geen garantie voor gezonde overheidsfinanciën, vooral niet wanneer het er in perioden van grote macro-economische onevenwichtigheden echt toe doet. Daardoor zal het Fiscal Compact een toekomstige financiële crisis niet kunnen voorkomen.

Bovendien worden structurele begrotingssaldi aan het einde van een periode van hoogconjunctuur in de regel te gunstig ingeschat, waardoor de dempende werking van het begrotingsbeleid juist minder groot wordt. Doordat de cyclus de beoordeling van het cyclisch geschoonde saldo bepaalt, is de buffer die voorafgaand aan een recessie wordt opgebouwd immers minder groot dan deze zou moeten zijn. Daardoor is de kans groot dat de tekortgrens van 3% alsnog in beeld komt, waardoor overheden worden gedwongen om hard te bezuinigen in slechte tijden.

Conclusie

Een nationale wettelijke verankering van de gouden regel is een hernieuwde poging om degelijk begrotingsbeleid binnen de EMU te waarborgen. Economisch is het zinvol om op middellange termijn te streven naar begrotingsevenwicht, dus in dat opzicht valt de gouden regel te verwelkomen. Aan de andere kant is het politiek moeilijk om in economisch goede tijden de hoge begrotingsoverschotten te realiseren die bij een structurele begrotingsbalans horen. Daar komt bij dat macro-economische onevenwichtigheden doorgaans pas aan het licht komen als het al te laat is. Het is dan ook goed om te beseffen dat de gouden regel een

toekomstige economische of financiële crisis niet kan voorkomen. Mocht het in werking treden van het Fiscal Compact leiden tot minder aandacht voor het ontwerpen van effectieve maatregelen om financiële crises tegen te gaan, dan zullen de nieuwe afspraken per saldo mogelijk zelfs leiden tot een minder stabiele Europese economie.

juli 2012

Theo Smid (030 – 2167599)

T.H.Smid@rn.rabobank.nl

Tim Legierse (030-2162677)

T.Legierse@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/economie

Literatuur

Annunziata, A. (2011), Fiscal rules: Hazardous to your health? VoxEU, 16 december 2011

Artis, M.J. (2002), The Stability and Growth Pact: Fiscal Policy in the EMU, in F. Breuss, Fink, G. and Griller, S. (eds) *Institutional, Legal and Economic Aspects of the EMU*, Springer: Wien-New York

Buti, M. (2006), Will the New Stability and Growth Pact Succeed? *European Economy*, Economic Papers, No. 241

Dillow, C. (2010), The myth of the structural deficit, <http://www.investorchronicle.co.uk>, 15 februari 2010

EC (2005), New and Updated Budgetary Sensitivities for the EU Budgetary Surveillance

EC (2011), Cyclical Adjustment of Budget Balances, European Commission

EC (2012) Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union, European Commission

Kanda, D. (2010), Asset Booms and Structural Fiscal Positions: The Case of Ireland. IMF working paper WP/10/57

Verhelst, S. (2012), Will the national 'golden rule' eclipse the EU fiscal norms? VoxEU, 1 maart 2012