

Naar een nieuwe beleidsmix in het eurogebied ?

P. Butzen
S. Cheliout
N. Cordemans
E. De Prest
W. Melyn
L. Van Meensel
S. Van Parys

Inleiding

Het macro-economisch beleid speelt een cruciale stabiliserende rol in markteconomieën: het streeft naar een stabiele en niet-inflatoire economische groei, die volledige werkgelegenheid bevordert. De recente wereldwijde financiële en economische crisis heeft de heersende consensus niet fundamenteel ter discussie gesteld, maar wel een aantal zwakke punten ervan aan het licht gebracht. In het huidige economische klimaat, dat wordt gekenmerkt door een gematigde groei, een geringe inflatie en een lage rente, is het bovendien nuttig de werking en de rol van respectievelijk het monetair beleid en het begrotingsbeleid opnieuw te bekijken. In het eurogebied geldt een zeer specifieke situatie, met een overheidsschuldencrisis waaruit heel wat te leren valt.

Tegen die achtergrond wordt in dit artikel ingegaan op het thema van de macro-economische beleidsmix in het eurogebied. In het eerste hoofdstuk worden de macro-economische consensus van vóór de crisis en de uit die crisis getrokken lessen behandeld. Het tweede hoofdstuk behandelt de huidige macro-economische situatie en het derde hoofdstuk het monetair beleid van het Eurosysteem. In het vierde hoofdstuk wordt nagegaan welk soort begrotingsbeleid wenselijk is in de huidige omstandigheden, zowel in de afzonderlijke landen als voor het eurogebied als geheel. In het vijfde hoofdstuk wordt de bijzondere rol van Duitsland onderzocht. In het zesde hoofdstuk wordt

ingegaan op de vraag of er nood is aan een aangepast Europees beleidskader. Tot slot volgen enkele conclusies.

1. Nieuwe inzichten inzake de beleidsmix

1.1 De macro-economische consensus vóór de crisis

Een markteconomie wordt intrinsiek geconfronteerd met economische cycli, dat zijn perioden van expansie en inkrimping van de bedrijvigheid, waarvan de omvang uiteenloopt. De frequentie en de duur van die perioden zijn afhankelijk van onzekere gebeurtenissen van verschillende aard, 'schokken' in economisch jargon. Dat kunnen onder meer (technologische, financiële, ...) innovaties, geopolitieke ontwikkelingen, weersomstandigheden, aanpassingen aan het overheidsbeleid of zelfs 'animal spirits' zijn (Keynes, 1936 of Akerlof en Shiller, 2009). Deze laatste zijn inherent aan de menselijke aard en stemmen overeen met de optimistische of pessimistische verwachtingen die de beslissingen van economische subjecten beïnvloeden.

De financiële sector vervult de rol van accelerator van de economische cycli (Bernanke *et al.*, 1996). De kredieten die worden verstrekt ter financiering van de consumptie of de investeringen, berusten op waarborgen. In tijden

van optimisme en economische expansie neemt de waarde hiervan doorgaans toe. Tegen die achtergrond wordt overvloedig krediet verleend, wat de uitgaven ondersteunt. Omgekeerd, wanneer het pessimisme de bovenhand neemt en de bedrijvigheid krimpt, neemt de waarde van de waarborgen af. Het krediet wordt dan schaarser, wat de consumptie en de investeringen afremt. Bovenop het vermogenseffect, waarmee de invloed van een verandering in het vermogen op het consumptie- en spaargedrag bedoeld wordt, leidt de wisselwerking tussen de financiële en de reële sferen van de economie aldus, naargelang van het geval, tot heilzame of vicieuze cirkels van expansie of inkrimping van de bedrijvigheid.

De variabele bedrijvigheid creëert onzekerheid en heeft een negatieve invloed op de consumptie- en investeringsbeslissingen, in de veronderstelling dat individuen risicoavers zijn. Ze gaat doorgaans bovendien gepaard met een variabiliteit van de inflatie en de werkgelegenheid waaraan hoge welvaartskosten verbonden zijn. Een instabiele inflatie drukt het vertrouwen en de koopkracht van de consumenten. Ze verhoogt ook de risicopremies op de financiële markten en doet de rente toenemen. Zodoende bemoeilijkt ze economische beslissingen en verhindert ze een optimale toewijzing van middelen. Een onvoorspelbare variabiliteit van het prijsniveau leidt uiteindelijk tot willekeur in de herverdeling van vermogens en inkomens tussen schuldenaars en schuldeisers. Het extreme geval van een deflatoire spiraal, waarin een daling van de prijzen de schuldenlast doet oplopen en omgekeerd, is bijzonder schadelijk (zie Fisher, 1933). Een stijging van de werkloosheid tijdens een vertraging van de bedrijvigheid leidt tot inkomensverliezen, maar ook tot een verlies aan menselijk kapitaal.

Tegen die achtergrond is het macro-economisch beleid er juist op gericht de ongewenste effecten van de economische schommelingen te voorkomen en tot een minimum te beperken: volgens de begin jaren tachtig ontstane consensus beoogt het een stabiele, niet-inflatoire economische groei, die volledige werkgelegenheid bevordert. Het monetair beleid en het begrotingsbeleid zijn daarbij de twee belangrijkste instrumenten.

Het monetair beleid ziet toe op prijsstabiliteit

Het monetair beleid, dat is de regulering van de geldprijs en/of de geldhoeveelheid – waarbij geld wordt opgevat als het geheel van betaalmiddelen – in de economie, moet prijsstabiliteit op middellange termijn waarborgen. Dat is de beste bijdrage die het monetair beleid kan leveren tot economische welvaart en werkgelegenheidscreatie. Volgens het principe van ‘divine coincidence’ minimaliseert de centrale bank, door de inflatie in toom

te houden, immers de output gap, dat is het verschil tussen de reële en potentiële productie (Blanchard en Galí, 2007). Ze bevordert derhalve ook de volledige werkgelegenheid.

De keuze voor de middellange termijn wordt gerechtvaardigd door de vertragingen bij de monetairbeleidstransmissie en de wens om outputschommelingen als gevolg van een excessief activisme van de centrale bank tot een minimum te beperken. Om elke inflatoire bias te voorkomen, is het raadzaam het monetair beleid toe te vertrouwen aan een centrale bank die onafhankelijk is van de overheid, en elke monetaire financiering van de overheidsschuld te verbieden.

Prijsstabiliteit draagt overigens bij tot financiële stabiliteit. Door buitensporige inflatie te voorkomen, vermindert ze de risico's van in nominale termen gesloten contracten, en door deflatie te beletten voorkomt ze een toename van de schuldenlast in reële termen (Aucremagne en Ide, 2010). De centrale bank moet oog hebben voor het verloop van de activaprijzen, maar alleen voor zover de prijsstabiliteit wordt bedreigd. Ze vervult trouwens ook een rol als ‘geldschietster in laatste instantie’, waarbij ze dringende liquiditeitsbijstand verleent bij financiële onrust⁽¹⁾.

Het traditionele monetairbeleidsinstrument is de beleidsrente, waarmee de centrale bank de geldmarktrente stuurt en aldus de financieringsvoorwaarden in de gehele economie beïnvloedt. De monetaire autoriteiten volgen impliciet een ‘Taylor rule’ (Taylor, 1993). Zij reageren op afwijkingen van de inflatie ten opzichte van de doelstelling en op afwijkingen van de productie ten opzichte van het potentiële peil. Om in te werken op de reële rente, die relevant wordt geacht voor de consumptie- en investeringsbeslissingen, passen de autoriteiten de beleidsrente meer dan proportioneel aan op grond van het inflatieverloop.

Het begrotingsbeleid berust op de automatische stabilisatoren

Het begrotingsbeleid – de regulering van de overheidsontvangsten en -uitgaven in de economie – moet voornamelijk via de automatische stabilisatoren bijdragen tot een macro-economische stabilisatie. Die stabilisatoren zijn vooral de belastingen en de werkloosheidsuitkeringen, die uiteraard de schommelingen van de bedrijvigheid afvlakken.

(1) Die rol lag aan de basis van de oprichting van veel centrale banken in de 19^{de} en 20^{ste} eeuw. Ze dienden die rol zowel ten aanzien van de banksector als van de overheid te vervullen, aangezien beide nauw verbonden zijn en direct onderhevig zijn aan een wanbetalingsrisico bij een vertrouwenscrisis. Aangezien dit in de praktijk uiterst zelden voorkomt, raakte de rol van geldschietster in laatste instantie van de centrale banken in de geavanceerde economieën grotendeels op de achtergrond aan de vooravond van de Grote Recessie.

In 'normale' tijden, dus bij een recessie van korte duur⁽¹⁾, is een discretionair begrotingsbeleid niet aan te bevelen. Institutionele beperkingen en vertragingen bij de tenuitvoerlegging van een dergelijk beleid verminderen in de praktijk immers de doelmatigheid ervan, of maken het zelfs procyclisch. Bovendien doen de onzekerheden over de begrotingsmultiplicator en de potentiële Ricardiaanse equivalentie-effecten⁽²⁾ twijfels rijzen over de gevolgen ervan (Blanchard *et al.*, 2010). Een ander argument tegen een discretionair begrotingsbeleid is de aan het monetair beleid toegekende leidende rol inzake macro-economische stabilisatie waarbij een tweede instrument overbodig wordt geacht⁽³⁾. Tegen die achtergrond moet het begrotingsbeleid zich uitsluitend richten op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën zonder het monetair beleid te verstoren bij de verwezenlijking van haar doelstelling van prijsstabiliteit.

Hoewel er over dat idee geen eensgezindheid bestaat, wordt aangenomen dat een discretionair begrotingsbeleid bij een 'liquiditeitsval' wel degelijk een rol kan spelen

inzake macro-economische stabilisatie (Keynes, 1936). Zo'n liquiditeitsval doet zich voor na een zware ongunstige schok en wanneer het monetair beleid niet meer in staat is de prijzen of de bedrijvigheid te stimuleren – omdat de economische subjecten niet meer reageren op de toename van de liquiditeit of omdat de beleidsrentetarieven hun bodempeil hebben bereikt. In die situatie is de begrotingsmultiplicator bijzonder hoog omdat het verdringingseffect⁽⁴⁾ wegvalt. Een dergelijke recessie duurt doorgaans trouwens langer dan de tijd die nodig is voor het politieke besluitvormingsproces.

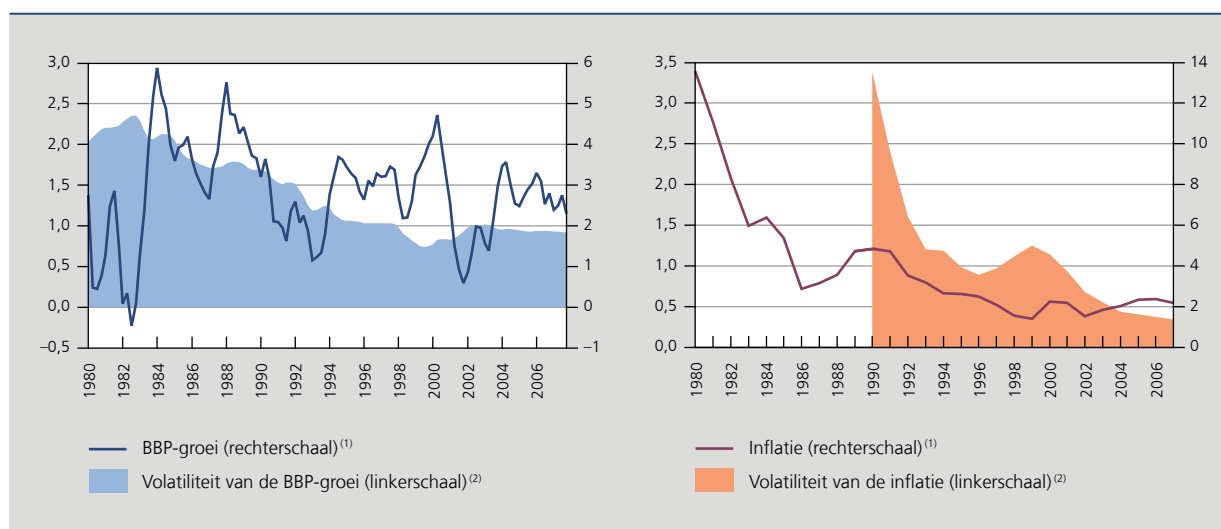
Na de 'Grote Depressie' van de jaren dertig bleef de liquiditeitsval lange tijd een intellectuele rariteit die enkel in studieboeken aan bod kwam. De Japanse ervaring vanaf het midden van de jaren negentig en de recessie aan het begin van de jaren 2000 in de Verenigde Staten wekten echter opnieuw belangstelling voor het thema (zie bijvoorbeeld Auerbach en Obstfeld, 2003 of Eggertsson en Woodford, 2004).

- (1) Er bestaat geen consensus over de definitie van een recessie. Volgens het Amerikaanse National Bureau of Economic Research (NBER) gaat het om een aanzienlijke en algemene vertraging van de economische bedrijvigheid gedurende een periode van twee of meer opeenvolgende kwartalen. Historisch gezien duurt een recessie maximaal ongeveer één jaar en komt ze tot uiting in een daling van de productie met minder dan 5 %. Een vertraging van de bedrijvigheid die ernstiger is en een langere periode bestrijkt, kan een depressie worden genoemd.
- (2) Volgens die hypothese gaat de private sector, als reactie op een begrotingsexpansie en een toename van het overheidstekort, meer sparen, omdat de huishoudens en de ondernemingen ervan uitgaan dat de overheid in de toekomst de belastingen zal verhogen of de uitkeringen zal verlagen. In haar meest extreme vorm impliceert die theorie dat een begrotingsexpansie de economie helemaal niet stimuleert, zoals een inkrimping van de begroting ze evenmin afremt.
- (3) Die visie is zeer diep doorgedrongen in academische kringen en in de centrale banken. In de praktijk werden echter ook bepaalde discretionaire maatregelen genomen tijdens 'standaardrecessies' (Blanchard *et al.*, 2010).
- (4) De daling van de particuliere bestedingen die wordt veroorzaakt door de opwaartse druk op de rente die een expansief begrotingsbeleid uitoefent.

De 'Great Moderation'

Rond het midden van de jaren 2000 werd algemeen aangenomen dat het hierboven beschreven kader had bijgedragen tot meer macro-economische stabiliteit in de geavanceerde economieën. De grotere stabiliteit van de economische groei en de inflatie, alsook het gematigder verloop hiervan hadden in het begin van de jaren tachtig een aanvang genomen. Dit verschijnsel werd de 'Great Moderation' genoemd (zie bijvoorbeeld Bernanke, 2004).

GRAFIEK 1 VERLOOP EN VOLATILITEIT VAN BBP-GROEI EN INFLATIE IN DE GEAVANCEERDE LANDEN



Bron: IMF.

- (1) Veranderingspercentages ten opzichte van het overeenstemmende kwartaal van het voorgaande jaar.
- (2) Standaardafwijking voor glijdende periodes van 40 kwartalen.

Eurogebied: een kader dat veeleer overeenstemt met de consensus

Het institutioneel kader van de Economische en Monetaire Unie (EMU) berust op het Verdrag van Maastricht van 1992 en weerspiegelde grotendeels de vóór de crisis geldende macro-economische consensus.

Het gemeenschappelijk monetair beleid werd toevertrouwd aan een onafhankelijke autoriteit – het Eurosysteem – die een mandaat kreeg dat gericht is op prijsstabiliteit. In het kader van zijn monetairbeleidsstrategie heeft de Raad van Bestuur van de ECB een inflatiedoelstelling voor het eurogebied vastgelegd van ‘dicht bij, maar minder dan 2 % op middellange termijn’. In normale tijden versoepelt of verkrapt het Eurosysteem de monetairbeleidskoers door zijn beleidsrentetarieven neerwaarts of opwaarts aan te passen.

Het begrotingsbeleid bleef gedecentraliseerd, in handen van de nationale overheden. Voor dat beleid gelden echter gemeenschappelijke regels die berusten op het idee dat overheden een begrotingsevenwicht moeten nastreven en de automatische stabilisatoren vrij moeten laten spelen om schokken op te vangen. Het in 1997 goedgekeurde Stabiiliteits- en groeipact (SGP) legt, op basis van de bepalingen van het Verdrag van Maastricht, maximale referentiewaarden op voor het overheidstekort (3 % bbp) en de overheidsschuld (60 % bbp)⁽¹⁾. Het pact, dat een preventief en een correctief gedeelte omvat, heeft tot doel de begrotingsdiscipline in de EMU te garanderen. De nadruk op begrotingsdiscipline moet tegelijkertijd zorgen voor een betere coördinatie van de beleidsmaatregelen, de houdbaarheid van de overheidsfinanciën waarborgen en overloopeffecten voorkomen⁽²⁾.

Om naast de door de begrotingsregels opgelegde discipline een marktdiscipline te handhaven, bepaalt het

Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) dat monetaire financiering van de overheids-schuld verboden is (art. 123) en bevat het een ‘no bail-out’-clausule (art. 125). Deze laatste verbiedt de Unie en haar lidstaten de verbintenissen van overheden van andere lidstaten te waarborgen.

Om de nationale overheid de gelegenheid te bieden vloter te reageren op ‘idiosyncratische’ economische schokken, in het licht van het eengemaakte monetair beleid en valutabeleid, werden de begrotingsregels vanaf 2005 iets minder streng⁽³⁾. Het Europees institutioneel kader omvatte echter geen stabiliserend instrument – geldschieter in laatste instantie of begrotingsbevoegdheid – op supranationaal vlak.

1.2 De lessen uit de crisis

De mondiale financiële en economische crisis van 2007-2010 heeft het geldende algemene macro-economische beleidskader niet fundamenteel ter discussie gesteld. Met name de hoofddoelstelling van prijsstabiliteit voor het monetair beleid en de onafhankelijkheid van de centrale bank worden vandaag niet aangevochten. De aandacht voor de houdbaarheids- en stabilisatiedoelstellingen van de overheidsfinanciën is wel toegenomen. De crisis toonde niettemin enkele zwakke punten van het macro-economische referentiekader aan. In het eurogebied bracht ze, meer dan de onvolkomenheden van het Europese begrotingskader, de onvolledige institutionele architectuur van de EMU op het gebied van toezicht en bijstand aan het licht (De Grauwe, 2013 en Buti, 2016).

Tekortkomingen van het macro-economische referentiekader

Ten eerste is uit de crisis gebleken dat prijsstabiliteit een noodzakelijke, maar niet afdoende voorwaarde was voor financiële stabiliteit. De grotere macro-economische stabiliteit tijdens de ‘Great Moderation’ heeft niet verhinderd dat er financiële onevenwichtigheden ontstonden: financiële zeepbellen en vastgoedzeepbellen, overmatige schuldenlast van de huishoudens en de financiële ondernemingen, enz. Doordat ze een neerwaartse druk uitoefende op de rente, kan ze de toegenomen instabiliteit zelfs in de hand hebben gewerkt, door de voorwaarden voor een meer risicovol gedrag te scheppen (Boeckx en Cordemans, 2017). De ‘Grote Recessie’ heeft eveneens de gevolgen getoond die financiële instabiliteit kan hebben voor de monetairbeleidstransmissie en de reële economie.

In dat verband werd overduidelijk dat het nodig is een macroprudentieel beleid te voeren dat toeziet op de

(1) Het nominaal financieringstekort van de overheid mag niet meer dan 3 % bbp bedragen, tenzij het tekort aanzienlijk en voortdurend afgenomen is en een niveau bereikt dat de referentiewaarde benadert of tenzij de overschrijding slechts uitzonderlijk en tijdelijk is en het tekort dicht bij de referentiewaarde ligt. De uitstaande schuld van de overheid mag niet groter zijn dan 60 % bbp of moet, indien dat toch het geval is, die referentiewaarde in een bevredigend tempo benaderen.

(2) Met name de opwaartse effecten op de rente en de inflatie van het eurogebied als geheel die zouden worden teweeggebracht door een al te expansief begrotingsbeleid. In een monetaire unie is de prikkel om een expansief begrotingsbeleid te voeren, des te sterker omdat de centrale bank haar monetairbeleidsbeslissingen neemt op basis van de gemiddelde inflatie. Een land dat geen deugdelijk begrotingsbeleid voert, kan aldus potentieel profijt trekken van een lagere reële rente om zijn groei op korte termijn te stimuleren (Boeckx en Deroose, 2016).

(3) De voorwaarden van het SGP werden over het geheel genomen versoepeld. De klemtoon werd gelegd op een versteviging van de economische grondslagen en de flexibiliteit van het pact. Die hervorming wijzigde zowel het preventieve als het corrigerende gedeelte. De belangrijkste wijziging in het preventieve gedeelte van het pact betrof de definitie van de doelstelling op middellange termijn, namelijk een begroting die vrijwel in evenwicht is of een overschot vertoont. Die doelstelling werd voortaan uitgedrukt in structurele termen, dat wil zeggen gezuiverd voor conjunctuurinvloeden en niet-recurrente factoren. Wat de corrigerende procedures van het pact betreft, werd de definitie van de uitzonderlijke omstandigheden waarin een tekort van meer dan 3 % bbp niet als buitensporig wordt beschouwd, sterk versoepeld.

stabiliteit van het financiële stelsel als geheel, onder meer door de accumulatie van financiële risico's te voorkomen. Tal van landen hebben institutionele regelingen getroffen en instrumenten in die zin aangenomen. De vraag of de risico's voor de financiële stabiliteit in aanmerking dienen te worden genomen bij de monetairbeleidsvoering, werd trouwens opnieuw besproken, zonder dat de knoop werd doorgehakt (zie bijvoorbeeld IMF, 2015).

Ten tweede heeft de crisis herinnerd aan de cruciale rol van de centrale banken als geldschieter in laatste instantie bij een opdrogende liquiditeit op de markten. Met name heeft ze ten volle duidelijk gemaakt dat de begrotingsautoriteiten in de soevereine economieën op monetair vlak een impliciete waarborg genieten. Dat het Eurosysteem geen rol van geldschieter in laatste instantie vervult tegenover de overheden van het eurogebied, wordt immers beschouwd als een sleutelement dat de overheidsschuldencrisis verscherpt (Draghi, 2014).

Ten derde toonde de crisis de grenzen van het conventioneel monetair beleid, dat gebaseerd is op de aanpassing van de beleidsrente. Enerzijds heeft ze, om de financiële intermediatie en een goede monetairbeleidstransmissie te handhaven, de centrale banken ertoe aangespoord de samenstelling van hun balans te wijzigen, een beleid dat 'kwalitatieve' versoepeling wordt genoemd. Anderzijds heeft ze de centrale banken ertoe gebracht, teneinde het monetair beleid verder te versoepelen, 'forward guidance' te geven over de toekomstige ontwikkeling van het monetair beleid. Ze heeft er hen eveneens toe aangezet massaal weinig risicovol geachte activa aan te kopen – een beleid van zogenoemde 'kwantitatieve' versoepeling (zie bijvoorbeeld Cordemans *et al.*, 2016).

Ten vierde is uit de crisis gebleken dat het begrotingsbeleid een stabiliserende rol vervult bij een liquiditeitsval⁽¹⁾. Dat was vooral zo in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, terwijl het begrotingsbeleid in het eurogebied sterker werd beperkt door de overheidsschuldencrisis (zie hieronder). De intensiteit van de recessie, de duur ervan en de grenzen van het monetair beleid rechtvaardigden dat in een aantal landen een expansief discretionair begrotingsbeleid werd gevoerd. Bovendien

werd erkend dat de begrotingsmultiplicator hoger – en soms groter dan 1 – is wanneer de beleidsrentetarieven hun bodempeil bereiken. In dat geval komt een stijging van de overheidsuitgaven tot uiting in een meer dan proportionele toename van de productie in de economie. De crisis heeft aldus bevestigd dat het belangrijk is over budgettaire speelruimte te beschikken om te kunnen reageren op een negatieve schok, wat betekent dat de schuld moet worden verlaagd wanneer de conjunctuur gunstig is.

Ten slotte heeft de crisis de mogelijke wisselwerkingen tussen beide pijlers van het macro-economisch beleid geïllustreerd. Tijdens een recessie draagt het monetair beleid bij tot de houdbaarheid van de overheidsfinanciën via een versoepeling van de financieringsvoorwaarden in de economie en via de programma's voor de aankoop van activa, die doorgaans gericht zijn op overheidspapier. Het bevordert aldus een herstel van de begroting en het invoeren van structurele hervormingen. Het begrotingsbeleid draagt dan weer bij tot de prijsstabiliteit omdat het de geaggregeerde vraag ondersteunt. Bovendien dragen de overheidsinvesteringen, gekoppeld aan structurele hervormingen, bij tot de potentiële groei en zorgen ze voor een grotere efficiëntie van het monetair beleid doordat ze de reële evenwichtsrente ondersteunen⁽²⁾.

Constructiefouten van het eurogebied

Het lidmaatschap van een monetaire unie vergt mogelijk een groter begrotingsactivisme om de nationale economie te stabiliseren bij een idiosyncratische schok. De overheidsschuldencrisis die het eurogebied tussen begin 2010 en eind 2012 heeft getroffen, bracht evenwel de beperkingen aan het licht die het behoren tot een monetaire unie teweegbrengt voor het stabiliserende vermogen van het nationale begrotingsbeleid. De lidstaten van het eurogebied gaan schulden aan in een valuta waarover ze geen controle uitoefenen: het verbod op monetaire financiering door het Eurosysteem en de 'no bail-out'-clausule maken hen volledig afhankelijk van de financiële markten en van de daarop geldende discipline om er zich te financieren. De markten kunnen zich echter volatiel en irrationeel gedragen, waarbij ze ontkoppeld zijn van de macro-economische fundamentals. Tegen die achtergrond zijn de lidstaten van het eurogebied bijzonder kwetsbaar voor liquiditeitscrisisen, die gemakkelijk kunnen omslaan in solvabiliteitscrisisen.

Onder druk van de markten en bij ontstentenis van adequate institutionele ondersteunende structuren in het eurogebied, zagen enkele zwaar door de crisis getroffen landen zich verplicht een – uit macro-economisch oogpunt – buitensporig restrictieve en procyclische

(1) Voor sommigen (Feldstein, 2016) verdient het zelfs de voorkeur een ernstige crisis aan te pakken via het begrotingsbeleid in plaats van met het monetair beleid. Het begrotingsbeleid zou immers niet gepaard gaan met de risico's voor de financiële stabiliteit die bepaalde 'niet-conventionele' monetairbeleidsmaatregelen inhouden. Omdat ze de risicovrije lange rente drukken, zouden de programma's voor de aankoop van activa bijvoorbeeld het zoeken naar rendement in de hand werken en zouden ze de rentabiliteit van de banken negatief beïnvloeden door de intermediatiemarges te doen krimpen.

(2) De reële evenwichtsrente is de rente die zou gelden in een omgeving van evenwichtsproductie – dat wil zeggen wanneer de productie overeenstemt met haar potentieel niveau – en die verenigbaar is met prijsstabiliteit. Die theoretische rente is niet constant in de tijd en verandert onder meer op grond van reële factoren die a priori exogeen zijn aan het monetair beleid, bijvoorbeeld de productiviteit van de economie. De monetairbeleidskoers wordt gemeten aan de hand van het verschil tussen de reële, dat wil zeggen voor de inflatie aangepaste beleidsrentes, en de reële evenwichtsrente (Boeckx *et al.*, 2013).

begrotingskoers te volgen (Orphanides, 2017). In de macro-economische beleidsmix bleef derhalve vooral het gemeenschappelijk monetair beleid doorwegen, dat zelf werd geconfronteerd met de ondergrens van de beleidsrente (Cordemans *et al.* 2016). Die onevenwichtigheid bleek suboptimaal, zowel voor de lidstaten als voor het eurogebied als geheel. Voor De Grauwe (2013) heeft de monetaire unie zoals deze werd ontworpen, de idiosyncratische schokken wellicht versterkt.

De overheidsschuldencrisis vestigde ook de aandacht op de rampzalige gevolgen die kunnen voortvloeien uit de problemen van het bankwezen, wegens het gewicht hiervan in de financiering van de economie van het eurogebied en de nauwe banden van de banken met de overheidssector. De negatieve wisselwerkingen tussen de binnenlandse banksector en overheid hebben geleid tot een segmentatie van de financiële markten langs de nationale grenzen en hebben de monetairbeleidstransmissie ernstig verstoord in de zwaarst getroffen landen. De crisis in het eurogebied illustreerde aldus de impliciete financiële schuld die verbonden is aan de cruciale rol van de overheid in de redding van de banken⁽¹⁾.

De crisis van het eurogebied heeft ten slotte onderstreept dat het nodig is nauwer toe te zien op de macro-economische en financiële onevenwichtigheden, zoals de vastgoed- en kredietzeepbellen die ten grondslag lagen aan de tegenslagen van de banksector in verscheidene landen.

De reactie van de overheid

Diverse maatregelen bleken cruciaal om de tekortkomingen van het eurogebied en hun schadelijke gevolgen op macro-economisch vlak op te vangen.

Ten eerste werd besloten het macro-economisch toezicht op en de coördinatie van het economisch en budgetair beleid in de EU te versterken: een herziening van de regels van het Stabiliteits- en groeipact (SGP)⁽²⁾, een uitbreiding

van het toezicht op de onevenwichtigheden naar andere macro-economische indicatoren dan de overheidsfinanciën, de invoering van het 'Europees Semester'⁽³⁾ en van het Verdrag inzake stabiliteit, coördinatie en bestuur (VSCB)⁽⁴⁾, enz.

Ten tweede werden Europese 'firewalls' ingevoerd: de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFFS), het Europees financieel stabilisatiemechanisme (EFSM) en vervolgens het Europees stabiliteitsmechanisme (ESM). Het laatstgenoemde mechanisme, dat in 2012 de beide andere verving, gaf aanleiding tot de oprichting van een internationale financiële instelling die op de financiële markten middelen kan aantrekken waardoor de totale capaciteit voor noodfinanciering werd gebracht op € 700 miljard. Dat kan, op strikte voorwaarden, worden aangewend om lidstaten in moeilijkheden te helpen en kan eveneens bijdragen tot de redding van banken. Hoewel de lidstaten waaraan bijstand wordt verleend, hun begroting versneld dienden aan te passen, zouden deze aanpassingen zonder die steun nog pijnlijker zijn geweest (Bénassy-Quéré *et al.*, 2016).

Ten derde vervulde het Eurosysteem een rol van geldschietter in laatste instantie voor de regeringen van het eurogebied. De Raad van Bestuur kondigde in de zomer van 2012 outright monetaire transacties (OMT) aan en verbond zich ertoe via deze transacties, op bepaalde voorwaarden, onbeperkte hoeveelheden overheidsobligaties te kopen om te reageren op de forse en snelle verslechtering van de financieringsvoorwaarden voor verscheidene lidstaten. Die financieringsproblemen werden niet gerechtvaardigd door de onderliggende macro-economische en financiële fundamentals; ze konden een land ertoe dwingen het eurogebied te verlaten en bedreigden zelfs het bestaan hiervan.

Ten vierde werd in 2012 besloten een bankenunie op te zetten om de negatieve spiraal tussen de nationale banksector en overheid te verbreken. Die bankenunie omvat op dit ogenblik twee elementen: een gemeenschappelijk toezichtsmechanisme (SSM) en een gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme (SRM). Het SSM ziet op uniforme wijze toe op de grootste banken van het eurogebied en dit rechtstreeks op Europees vlak. De doelstelling van het SRM bestaat erin falende banken af te wikkelen op een ordelijke wijze en met minimale kosten voor de belastingbetaler⁽⁵⁾ en voor de reële economie. Een derde essentieel element, het Europees depositogarantiestelsel (EDIS), is nog niet opgericht. Hoewel de regels werden geharmoniseerd en ondanks argumenten voor een gemeenschappelijk stelsel, blijft risicodeling een uiterst gevoelige kwestie. Om diezelfde reden beschikt het afwikkelingsfonds dat banken in moeilijkheden moet

(1) Aan de vooravond van de crisis werd de schuldgraad van verscheidene lidstaten die het meest onderhevig waren aan spanningen, niet problematisch geacht. In 2008 hadden Spanje en Ierland aldus een schuld in procenten bbp van ongeveer 40%. De tegenslagen van hun respectieve banksector hebben de overheidsrekeningen echter snel verzwakt.

(2) Gedurende de periode 2011-2013 werden er een aantal hervormingen (sixpack, twopack, begrotingspact) goedgekeurd die het Europees begrotingskader uitgebreider en strenger maakten. In 2015 werd het begrotingskader daarentegen minder streng gemaakt door bij het bepalen van de vereiste inspanning in het preventief gedeelte van het SGP rekening te houden met de economische omstandigheden. Zie Melyn W. *et al.* (2015) voor een uitgebreide beschrijving van deze hervormingen.

(3) Jaarlijkse cyclus voor de follow-up van en het toezicht op het economisch beleid van de Europese Unie en haar lidstaten.

(4) Het VSCB (en in dat verdrag het begrotingspact) is een intergouvernementele overeenkomst tussen 25 EU-lidstaten, die strikte regels bevat inzake convergentie. Het versterkt de tenuitvoerlegging van het SGP en verhoogt het toezicht op en de coördinatie van het economisch beleid.

(5) In de nieuwe afwikkelingsprocedures van de EU wordt aldus veel belang gehecht aan interne versterking (bail-in), met andere woorden aan de financiële betrokkenheid van de crediteuren bij de redding van de banken.

bijspelingen, niet over een supranationaal budgettair vangnet.

Ten slotte heeft de Europese Commissie, met het meer algemene oogmerk om de weerbaarheid van het Europese financiële stelsel te vergroten, het voornemen opgevat om tegen 2019 een kapitaalmarktenunie tot stand te brengen. Die integratie van de kapitaalmarkten zou de grensoverschrijdende risicodeling in de private sector moeten bevorderen en zou, tegelijkertijd, ertoe bijdragen de financierings- en investeringsmogelijkheden voor respectievelijk de kredietnemers en de spaarders te versterken.

Die elementen hielpen vanaf de zomer 2012 gaandeweg een einde maken aan de overheidsschuldencrisis. Ze zorgden ook voor geleidelijker aanpassingen van het begrotingsbeleid en bevorderden het in 2013 begonnen economische herstel. Hoewel de crisis vandaag is weggeëbd, dient te worden nagegaan of de maatregelen die werden genomen om crisissen te voorkomen en toekomstige schokken op te vangen, toereikend zijn.

Ondanks zijn grotere flexibiliteit, wordt in het SGP nog altijd de nadruk gelegd op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en blijft dat pact asymmetrisch: de landen die de doelstellingen overtreffen, mogen maar moeten niet hun economie stimuleren, en de druk van de aanpassingen berust derhalve altijd op de deficitlanden. De nadruk ligt bovendien op een strikt nationale aanpak, zodat het begrotingsbeleid voor de monetaire unie als geheel eenvoudigweg overeenstemt met de som van de nationale beleidsmaatregelen. Voor sommigen (zie bv. De Grauwe, 2013) veroorzaakt die situatie een deflatoire vertekening voor het eurogebied als geheel.

Velen zijn het erover eens dat een optimale macro-economische stabilisatie – op nationaal en geaggregeerd niveau – een gemeenschappelijke budgettaire slagkracht zou vergen. Een nauwere politieke integratie en een budgettaire integratie worden gezien als borg voor de stabiliteit en het voortbestaan van de monetaire unie. Het vooruitzicht op een versterkte unie roept echter belangrijke vragen op inzake democratische legitimiteit, en een aanzienlijke overdracht van begrotingsbevoegdheid naar het Europees niveau blijft in de huidige omstandigheden illusoir.

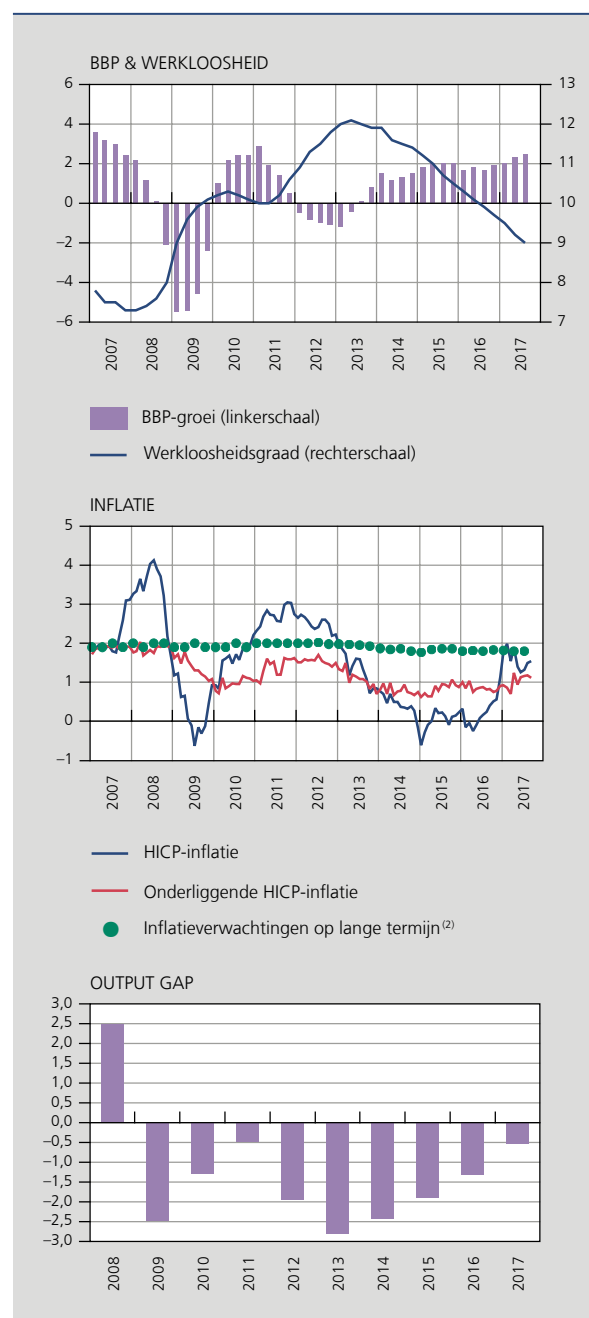
2. Huidige macro-economische situatie

Sinds eind 2012 ving een economische opleving in het eurogebied aan, toen de financiële spanningen die samenhangen met de overheidsschuldencrisis, duidelijk bedaarden. Tegelijkertijd met de toename van het bbp liep de werkloosheidsgraad aanzienlijk terug, ondanks

een stijging van de arbeidsparticipatie. De werkloosheidsgraad bleef echter hoger dan vóór de crisis. De negatieve output gap nam geleidelijk af en zou in de loop van 2018 moeten zijn weggewerkt.

In 2017 versnelde en breidde de economische groei zich algemeen uit in de verschillende landen en bedrijfstakken.

GRAFIEK 2 MATIGE GROEI BIJ EEN GERINGE INFLATIE IN HET EUROGEBIED



Bronnen: EC, ECB.
 (1) Inflatie ongerekend energie en levensmiddelen.
 (2) Verwachtingen op 5 jaar uit de ECB-enquête bij de professionele voorspellers.

De groei werd vooral gedragen door de binnenlandse vraag. De particuliere consumptie profiteerde van de aantrekkende werkgelegenheid en van een stijging van het nettovermogen van de huishoudens. De gunstige financieringsvoorwaarden en een betere toegang tot krediet ondersteunden de investeringen, die ook profijt trokken van een hogere rentabiliteit. Het mondiale herstel wakkerde dan weer de uitvoer aan en compenseerde de effecten van een appreciatie van de euro.

Terzelfder tijd verdween het deflatierisico en nam de inflatie geleidelijk toe. Nadat de inflatie rond medio 2014 een dieptepunt had bereikt, als gevolg van de daling van de energie- en grondstoffenprijzen, kwam ze iets dichterbij de buurt van de doelstelling van het Eurosysteem, waarbij ze rond 1,5% schommelde. De onderliggende dynamiek van de inflatie was echter nog altijd zwak en het vooruitzicht om te voldoen aan een inflatiegraad van minder dan, maar dicht bij 2% op middellange termijn, bleef veraf. Hoewel de loongroei toeneemt, is deze nog steeds gering.

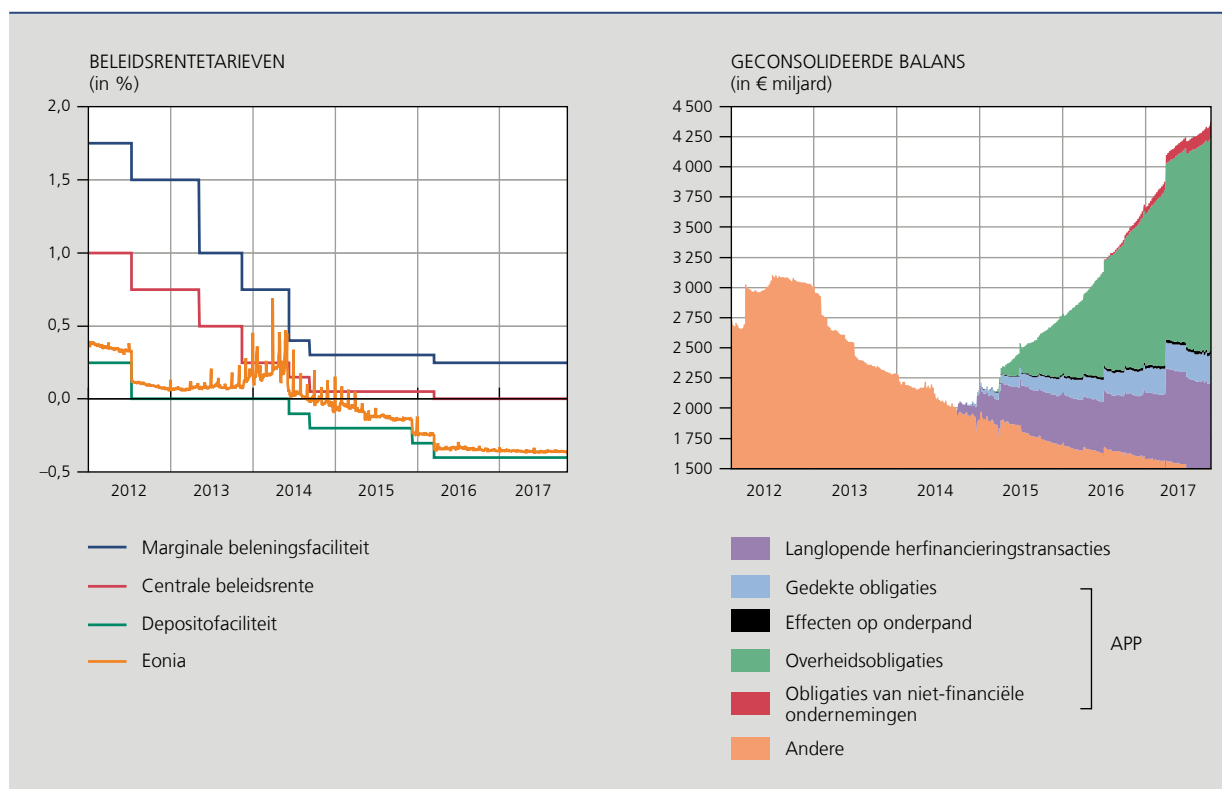
Het hardnekkig lage inflatiepeil lijkt zowel een onbenut productievermogen te weerspiegelen als de matige loonstijging en de grotere intrinsieke inflatiepersistentie.

De inflatie zou aldus langzamer naar haar doelstelling convergeren omdat de subjecten meer geneigd zouden zijn de waargenomen inflatie in hun verwachtingen op te nemen. Volgens de in september 2017 voorgestelde macro-economische projecties van het Eurosysteem zou de inflatie van het eurogebied ten minste tot eind 2019 onder haar doelstelling blijven.

3. Het monetair beleid van het Eurosysteem

Het Eurosysteem voert een accommoderend monetair beleid dat erop gericht is zeer gunstige financieringsvoorwaarden te handhaven. Haar beleidsrentetarieven staan op een bodempeil en een belangrijk programma voor de aankoop van activa is in uitvoering. De Raad van Bestuur verwacht dat 'de basisrentetarieven voor langere tijd, en ruim voorbij de periode van de netto activa-aankopen, op het huidige niveau zullen blijven'. Bovendien zullen de basisherfinancieringstransacties en de langerlopende herfinancieringstransacties nog op zijn minst tot eind 2019 worden uitgevoerd in de vorm van vasterentetenders met volledige toewijzing.

GRAFIEK 3 MONETAIR BELEID VAN HET EUROSISTEEM



Bron: ECB.

Tegen de achtergrond van een steeds steviger en veralgemeende economische groei, en gelet op een toenemend vertrouwen in de geleidelijke convergentie van de inflatie naar haar doelstelling, werd de afgelopen maanden echter geleidelijk het monetair beleid van het Eurosysteem aangepast.

Sinds juni 2017 heeft de Raad van Bestuur aldus in zijn persberichten elke verwijzing naar een eventuele verlaging van de beleidsrentes achterwege gelaten. Bovendien kondigde de Raad in oktober jongstleden aan dat de maandelijkse aankopen van activa, nadat deze in april 2017 waren teruggebracht van € 80 tot € 60 miljard, vanaf

Kader 1 – Welk monetair beleid in een lagerenteomgeving met een geringe inflatie? ⁽¹⁾

Een omgeving met een lage rente en geringe inflatie houdt gevaar in voor de financiële stabiliteit, omdat ze aanzet tot het nemen van risico's. Bovendien verhoogt ze de kans dat het conventioneel monetair beleid op zijn grenzen stuit bij een negatieve schok. Dat geldt met name bij een seculaire daling van de reële evenwichtsrente, die onder meer wijst op een daling van de productiviteitsgroei, een toename van de besparingen en de ongelijkheid, en een vergrijzing van de bevolking.

Derhalve rijst de vraag welke aanpassingen van het monetair beleid mogelijk of zelfs wenselijk zijn, om de beperkingen van dat beleid te verhelpen en het stabiliserende vermogen ervan te handhaven.

- Een van de mogelijkheden in een dergelijke omgeving bestaat erin vaker gebruik te maken van bepaalde niet-conventionele monetairbeleidsinstrumenten. De aankopen van activa zouden bijvoorbeeld de signalen voor de monetairbeleidskoers kunnen verbeteren en zorgen voor een nauwkeuriger sturing van de rendementscurve volgens de beoogde looptijden. Ze zijn echter niet vrij van risico's voor de financiële stabiliteit. Zeer waarschijnlijk zal ook vaker en zelfs herhaaldelijk een beroep worden gedaan op forward guidance.

Algemeen beschouwd zouden de centrale banken zich omvangrijkere balansen dan voorheen kunnen veroorloven, om de banken een grotere flexibiliteit inzake kredietverlening te bieden en een uitgebreid aanbod van veilige en liquide activa te handhaven. Ongeacht de omvang van het liquiditeitsoverschot moet een aanpassing van de rentevergoeding op deposito's – of op andere liquiditeitsabsorberende instrumenten – het mogelijk maken de geldmarktrente te blijven sturen ingeval de belangrijkste beleidsrente wordt verhoogd.

- Een omstreden mogelijkheid is de verhoging van de inflatiedoelstelling van de centrale bank, bijvoorbeeld van 2 tot 4 % (Blanchard, 2010). Die verhoging zou de monetaire autoriteiten meer manoeuvreerruimte geven om de reële rente te drukken bij een negatieve schok, maar zou ook de moeizaam verworven geloofwaardigheid van de centrale banken aantasten. Ze dreigt bovendien te leiden tot een sociaal buitensporige inflatiegraad in normale tijden.
- Een laatste te overwegen beleidsmogelijkheid bestaat erin over te stappen van een strategie van inflation targeting naar een doelstelling voor het prijspeil, of zelfs een 'groeipad' voor het nominaal bbp na te streven. Bij de eerste keuze zouden de monetaire autoriteiten de tijdens de periodes met een te lage inflatie opgelopen achterstand moeten 'inhalen' door vervolgens een overschrijding van de doelstelling toe te staan – om aldus een gemiddeld verloop van de feitelijke inflatie van 2 % te waarborgen. Indien ze geloofwaardig is, moet een dergelijke strategie in theorie leiden tot een steviger verankering van de inflatieverwachtingen. Net als de verhoging van de inflatiedoelstelling brengt ze echter ook de geloofwaardigheid in het gedrang. Zal de centrale bank met name, nadat de inflatie sterker was toegenomen dan de doelstelling, een lagere inflatie toestaan, met het gevaar de economie in een deflatie te storten? De strategie om een doelstelling voor de bbp-groei na te streven, lijkt dan weer zeer moeilijk uit te voeren, onder meer wegens de vertraging waarmee de gegevens van de nationale rekeningen beschikbaar worden en de talrijke herzieningen ervan.

(1) Voor meer informatie, zie bijvoorbeeld De Backer en Wauters (2017).

januari 2018 zouden worden verlaagd tot € 30 miljard. De aankopen zouden echter voortgang blijven vinden 'tot eind september 2018 of langer indien nodig, en in elk geval tot de Raad van Bestuur een duurzame verandering ziet in het beloop van de inflatie die in overeenstemming is met zijn doelstelling'. De Raad behoudt zich trouwens het recht voor om de omvang van het programma voor de aankoop van activa te verhogen en/of de duur ervan te verlengen indien de economische vooruitzichten minder gunstig zouden worden, of indien de financiële voorwaarden niet zouden bewegen in de richting van een duurzame aanpassing van de inflatie.

4. Welk begrotingbeleid is optimaal?

4.1 Concept van optimale overheidsfinanciën

Een van de doelstellingen van het begrotingsbeleid uit macro-economisch oogpunt is bij te dragen aan het stabiliseren van de conjunctuurcyclus. Dat moet gebeuren onder voorwaarde dat de overheidsfinanciën op lange termijn houdbaar blijven. Beide doelstellingen – stabilisatie en houdbaarheid – worden hieronder nader toegelicht. Er wordt tevens ingegaan op de rol van de rentelasten en de overheidsinvesteringen.

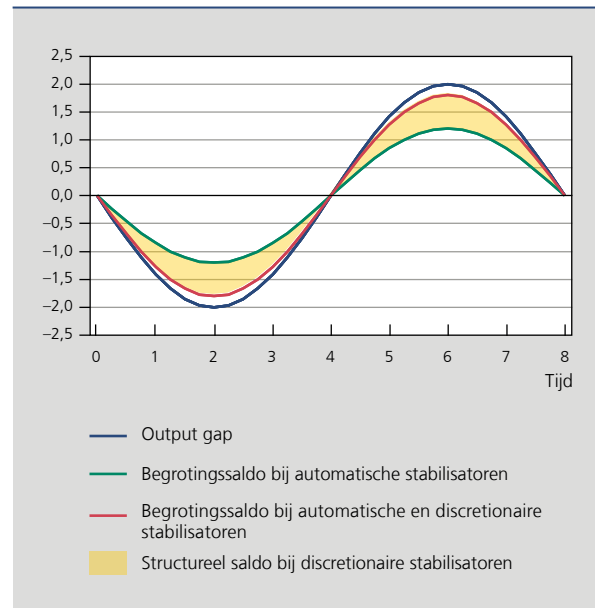
4.1.1 Anticyclisch begrotingsbeleid

Het begrotingsbeleid kan de conjunctuurcyclus stabiliseren door, in periodes dat de economische bedrijvigheid vertraagt, de vraag te stimuleren door het begrotingssaldo te laten verslechteren en, in periodes dat de economische bedrijvigheid aantrekt, de vraag af te remmen door het begrotingssaldo te laten verbeteren.

De beste beschikbare maatstaf van de conjunctuurcyclus is de output gap. Dat is, zoals reeds vermeld, het verschil tussen het gerealiseerde of verwachte bbp en het potentiële bbp. Het inschatten van het potentiële bbp, en derhalve van de output gap, gaat met veel onzekerheid gepaard, wat blijkt uit de soms aanzienlijke ex post herzieningen. De herzieningen van de wijziging in de output gap zijn weliswaar beperkter dan die van het niveau ervan.

Een anticyclisch begrotingsbeleid zwakt bijgevolg de economische conjunctuurcyclus af door een restrictief begrotingsbeleid te voeren wanneer de output gap positiever wordt (als het bbp sneller groeit dan zijn potentieel) en door een expansief begrotingsbeleid te voeren wanneer de output gap negatiever wordt (als het bbp trager groeit dan zijn potentieel).

GRAFIEK 4 ANTICYCLISCH BEGROTINGSBELEID
(in % bbp)



De zogeheten automatische stabilisatoren zijn alleszins geschikte instrumenten om de conjunctuurcyclus te stabiliseren, om de reeds vermelde redenen. Ze worden als 'automatisch' bestempeld omdat ze geen beslissing van de overheid vergen. Het betreft bijvoorbeeld belastingontvangsten die dalen en werkloosheidsuitkeringen die stijgen wanneer de economische bedrijvigheid vertraagt. In het Europees begrotingskader werd stabilisatie aan de hand van automatische stabilisatoren steeds toegestaan.

De automatische stabilisatoren kunnen echter worden aangevuld met discretionair anticyclisch beleid. Dat vereist wel een beleidsbeslissing, bijvoorbeeld het verhogen van de overheidsconsumptie- en investeringen of andere uitgaven of het verlagen van de belastingen wanneer de economische vraag verzwakt.

De mate waarin het begrotingsbeleid de conjunctuurcyclus kan beïnvloeden, wordt weergegeven door de begrotingsmultiplicator. Deze laatste ligt hoger in periodes van recessie en wanneer het monetair beleid slechts in beperkte mate accommoderend kan zijn zoals onder de reeds beschreven liquiditeitsval. Bovendien is aangetoond dat een sterke negatieve vraagschok een permanent effect kan hebben op de economische bedrijvigheid, onder meer omdat initieel conjuncturele werkloosheid deels structureel van aard kan worden (dat is het zogenoemde hysteresiseffect). Deze elementen versterken de vraag naar een discretionair stabiliserend beleid in geval van sterke economische vertraging.

Om duurzaam te zijn, moet het anticyclisch begrotingsbeleid symmetrisch zijn. Dit houdt in dat tijdens periodes van een positieve output gap buffers moeten worden aangelegd om de stimulans in geval van een periode van negatieve output gap te kunnen financieren.

4.1.2 Houdbare overheidsfinanciën

Optimaal begrotingsbeleid impliceert ook dat de overheidsfinanciën houdbaar blijven. Dit wil zeggen dat de overheid solvabel blijft en haar huidige schuldverplichtingen zal kunnen nakomen. Formeel heet het dat aan de intertemporele begrotingsbeperking moet worden voldaan, wat betekent dat de waarde van de overheids-schuld gelijk is aan de huidige waarde van de toekomstige primaire overschotten. De houdbaarheid van de overheidsfinanciën wordt aldus bepaald door de in het verleden aangegane verplichtingen (de huidige schuldgraad) en door de verwachte toekomstige verplichtingen (rekening houdend met de vergrijzingskosten), alsook door de economische groei.

Terwijl de stabilisatiedoelstelling betrekking heeft op de korte termijn, is de houdbaarheid van de overheidsfinanciën een zorg op langere termijn. De houdbaarheidsdoelstelling

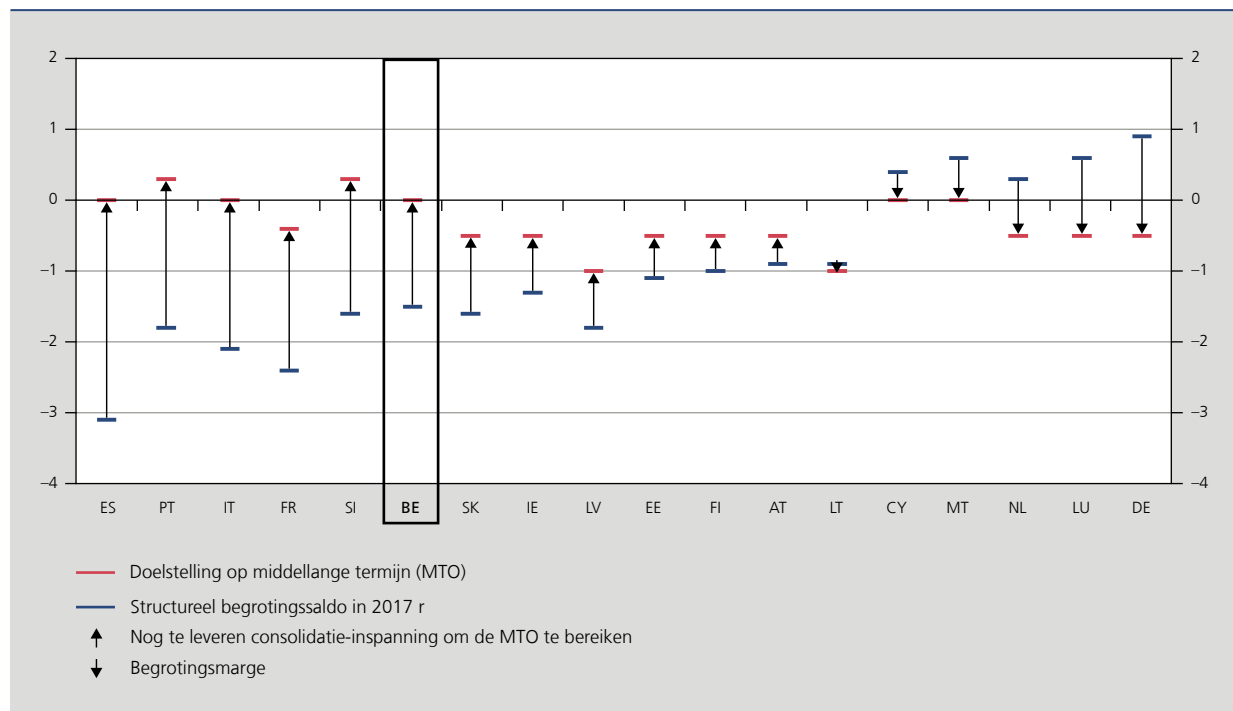
moet dan ook gemiddeld over een volledige cyclus worden bereikt, maar ze mag niet verhinderen dat de overheidsfinanciën er tijdelijk op achteruitgaan als de conjunctuur verslechtert.

Voorts is de houdbaarheidsdoelstelling, in tegenstelling tot de stabilisatiedoelstelling, niet symmetrisch. Bij een te sterke afwijking van de houdbaarheidsdoelstelling verdient begrotingsconsolidatie aanbeveling, maar een land kan op basis van de houdbaarheidsdoelstelling nooit te veel consolideren.

De nood aan begrotingsconsolidatie kan in bepaalde omstandigheden in strijd zijn met de stabilisatiedoelstelling, meer bepaald in periodes van economische vertraging.

In het Europees begrotingskader wordt door de EC per land een minimale budgettaire middellangetermijndoelstelling (de minimale MTO) berekend die, indien ze wordt gehaald, de houdbaarheid van de overheidsfinanciën moet garanderen. De minimale MTO wordt uitgedrukt in termen van een na te streven structureel begrotingssaldo, wat inhoudt dat schommelingen in het begrotingssaldo ten gevolge van automatische stabilisatoren toegestaan zijn. Bij de becijfering ervan houdt de Commissie rekening met

GRAFIEK 5 DE HOUBAARHEID VAN DE OVERHEIDSFINANCIËN VEREIST IN SOMMIGE LANDEN VERDERE BEGROTINGSCONSOLIDATIE⁽¹⁾
(in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

(1) Voor Griekenland werd er nog geen nieuwe MTO bepaald aangezien dit een land is met een steunprogramma.

de begrotingsinspanning die nodig is om voor landen met een schuldgraad van meer dan 60 % bbp de schuld terug te brengen tot 60 % bbp; met het begrotingssaldo dat nodig is om de schuldgraad op 60 % bbp te stabiliseren; en met een vooruitfinanciering van een derde van de tegen 2060 verwachte vergrijzingskosten. Het begrotingspact (Fiscal Compact) bepaalt voorts dat de minimale MTO naar onderen toe wordt begrensd tot -1 % bbp voor de eurolanden met een schuldgraad van minder dan 60 % bbp en -0,5 % bbp voor de landen met een schuldgraad van meer dan 60 % bbp. Het staat de lidstaten echter vrij om zichzelf een strengere MTO op te leggen dan het minimum dat door de EC wordt voorgesteld. Zo bedraagt de minimale MTO voor België -0,5 % bbp, maar de federale regering streeft in haar stabiliteitsprogramma naar een structureel evenwicht.

De houdbaarheidssituatie verschilt sterk tussen de landen van het eurogebied. Om de houdbaarheid te vrijwaren, moeten sommige landen hun begrotingssaldo aanzienlijk verbeteren. Dat is het geval in onder meer Spanje, Frankrijk, Portugal, Italië, Slovenië en België. Andere landen – Duitsland, Luxemburg, Malta, Cyprus, Litouwen en Nederland – hebben hun MTO reeds bereikt of overtroffen. Ze beschikken derhalve over een zekere budgettaire marge.

4.1.3 Rol van de rentelasten

Welke rol spelen de rentelasten met betrekking tot overheidsschuld wat de macro-economische doelstellingen van het begrotingsbeleid betreft? Wordt een optimaal begrotingsbeleid het best gedefinieerd in termen van het primair begrotingssaldo, waarbij het verloop van de rentelasten buiten beschouwing wordt gelaten en bewegingen in de rentelasten dus als bonus of malus worden beschouwd? Of verdient het aanbeveling een optimaal begrotingsbeleid te definiëren in termen van het begrotingssaldo, waarbij rekening wordt gehouden met de rentelasten? Om die vraag te beantwoorden, is het zinvol om nader in te gaan op de diverse mogelijke oorzaken van het verloop van de rentelasten.

Het verloop van de rentelasten op de overheidsschuld hangt af van het verloop van de impliciete rente op de schuld en van het verloop van de schuldgraad. Voor een gegeven structuur van de schuld, kan het verloop van de impliciete rente in drie componenten worden uitgesplitst. Eerst een cyclische component als gevolg van het monetair beleid dat rekening houdt met de inflatiedoelstelling en met de economische conjunctuur, waarbij een accommoderend monetair beleid de rente doet dalen. Voorts een structurele component die het gevolg is van structurele factoren zoals demografische ontwikkelingen en productiviteitsgroei, waarbij bijvoorbeeld een lagere potentiële groei de rente doet dalen. En, tot slot, een risicopremie

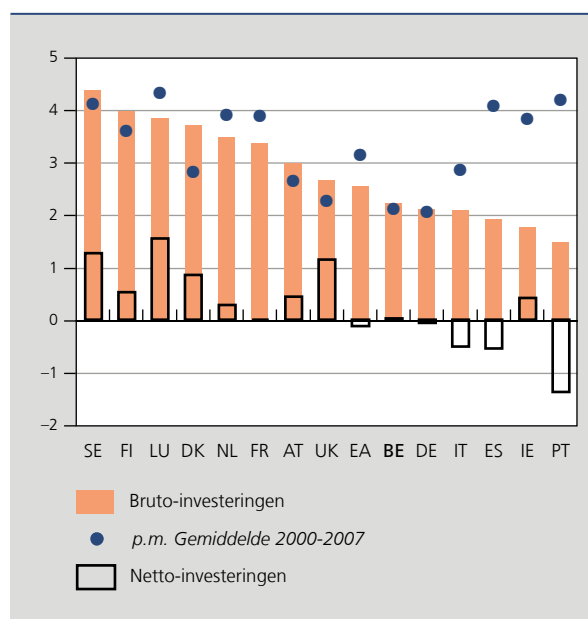
die het resultaat is van het risico op wanbetaling, waarbij een geringer risico op wanbetaling aanleiding geeft tot een rentedaling.

De diverse oorzaken van een rentedaling (-stijging) rechtvaardigen uit macro-economisch oogpunt een soepeler (krapper) begrotingsbeleid. Een accommoderend monetair beleid wordt immers bij voorkeur niet tegengewerkt door een restrictief begrotingsbeleid; een lagere potentiële groei noopt tot productieve overheidsuitgaven; en een geringe schuld of een kleiner risico op wanbetaling creëert marges die mogen worden aangewend. Het is bijgevolg wenselijk een optimaal begrotingsbeleid te definiëren in termen van het begrotingssaldo (met inbegrip van de rentelasten). In de huidige omstandigheden betekent dit dat de rentewinsten kunnen worden benut en niet extra dienen te worden gespaard.

4.1.4 Overheidsinvesteringen

Overheidsinvesteringen en sommige andere overheidsuitgaven hebben een sterk positief effect op de economische bedrijvigheid en op het productiepotentieel van een economie. Het is dan ook raadzaam om die investeringen een impuls te geven, wat in de huidige context van lage rentetarieven en lage potentiële groei hoogst wenselijk is. De overheidsinvesteringen bevinden zich momenteel in tal van landen van het eurogebied echter op een laag peil. Dat is

GRAFIEK 6 DE OVERHEIDSINVESTERINGEN ZIJN OP DIT OGENBLIK IN TAL VAN EUROPESE LANDEN ZEER LAAG (INVESTERINGEN IN VASTE ACTIVA, 2016)



Bron: EC.

onder meer het geval in België en in Duitsland, maar ook Ierland, Portugal en de mediterrane landen, die in moeilijkheden verkeerden naar aanleiding van de financiële en economische crisis, hebben het niveau van hun overheidsinvesteringen fors verlaagd.

Voor zover de overheidsinvesteringen de kapitaalvoorraad van een land doen toenemen – dat is wanneer die

investeringen de afschrijvingen overschrijden – dragen ze wel bij tot de verzwarend van de bruto-overheidsschuld, maar niet van de netto-overheidsschuld. Een toename van de productieve investeringen tast dus niet noodzakelijk de houdbaarheid van de overheidsfinanciën aan. Daarom is het nuttig om bij de evaluatie van de houdbaarheidsdoelstelling het niveau van de netto-overheidsinvesteringen in beschouwing te nemen.

Kader 2 – Regel voor een optimaal begrotingsbeleid

Op basis van de conceptuele overwegingen in verband met het optimale begrotingsbeleid uit macro-economisch oogpunt wordt hier een regel voor een optimaal begrotingsbeleid naar voren geschoven. Die regel verenigt de stabilisatie- en de houdbaarheidsdoelstelling, die niet in alle omstandigheden tot een eenduidig begrotingsadvies leiden. Om de in de tekst vermelde redenen wordt de regel gedefinieerd in termen van het begrotingssaldo, dus inclusief rentelasten.

Wat de houdbaarheidsdoelstelling betreft, wordt ervan uitgegaan dat het begrotingssaldo bij neutrale conjunctuur ten minste gelijk moet zijn aan een houdbaar niveau (*HOUDB*). In de regel stemt dat niveau overeen met het resultaat van de basisformule die de EC hanteert om de minimale MTO te berekenen, maar zonder de extra begrenzings- en afrondingen die de Commissie vervolgens toepast⁽¹⁾. Voor België is dat houdbaar niveau een begrotingstekort van 0,4 % bbp. Dat niveau moet in principe, gemiddeld beschouwd, een volledige conjunctuurcyclus lang worden aangehouden.

Om de conjunctuurcyclus te stabiliseren, stelt de regel dat het begrotingssaldo mag schommelen rond het houdbare niveau op basis van de output gap (*OG*). Bij een negatieve output gap past een lager, en bij een positieve output gap een hoger saldo. De mate van stabilisatie wordt uitgedrukt aan de hand van een stabilisatieparameter α . Het niveau van α hangt af van de mate waarin, naast automatische stabilisatie, ook discretionaire stabilisatie wordt beoogd. Dat niveau is bijgevolg gelijk aan de som van de parameter voor automatische stabilisatie σ en die voor discretionaire stabilisatie δ . De waarde van σ verschilt per land, en is hier gebaseerd op de semi-elasticiteit van het begrotingssaldo ten aanzien van de output gap, berekend door de EC. De keuze van de hoogte van de stabilisatieparameter α is tot op zekere hoogte arbitrair en in de voorgestelde regel wordt deze parameter gelijkgesteld aan één. De waarde van α is voor alle landen identiek. Dit impliceert dat landen met een relatief grote automatische stabilisatie (zoals België met een σ van 0,61) minder discretionaire stabilisatie nodig hebben dan landen met een kleinere automatische stabilisatie.

Samengevat is het optimale begrotingssaldo gelijk aan de optelsom van het houdbare niveau en het product van de stabilisatieparameter α en de output gap. De regel kan zowel worden uitgedrukt in termen van het nominale begrotingssaldo (*BB*) als in termen van het structurele begrotingssaldo (*SB*). Aangezien in het structurele begrotingssaldo de impact van de conjunctuur via de automatische stabilisatoren wordt geneutraliseerd, wordt de stabilisatieparameter in dat geval herleid tot de parameter voor discretionaire stabilisatie ($\delta = \alpha - \sigma$):

$$BB_t^{opt} = HOUDB + \alpha OG_t$$
$$SB_t^{opt} = HOUDB + \delta OG_t$$

(1) Dit wil zeggen dat we enkel rekening houden met de MTO 3 (die rekening houdt met de begrotingsinspanning die vereist is om de schuld terug te brengen tot 60 % bbp, het begrotingssaldo dat nodig is om de schuldgraad te stabiliseren op 60 % bbp, en een vooruitfinanciering met een derde van de verwachte vergrijzingskosten tegen 2060) en niet met de MTO 1 (die een veiligheidsmarge ten opzichte van de 3 %-deficitgrens waarborgt) en de MTO 2 (die een absoluut minimum van respectievelijk -0,5 en -1 % bbp oplegt als de schuld lager of hoger is dan 60 % bbp).



Blijft het begrotingssaldo onder zijn optimale niveau, dan rijst er een houdbaarheidsprobleem. In dat geval moet het begrotingssaldo veranderen richting optimaal niveau. Daarbij moet rekening worden gehouden met de verandering in de output gap aangezien het optimale niveau daarmee samenhangt:

$$\Delta BB_t = \max[0, 5; 1/4 (BB_{t-1}^{opt} - BB_{t-1})] + \alpha \Delta OG_t$$

$$\Delta SB_t = \max[0, 5; 1/4 (SB_{t-1}^{opt} - SB_{t-1})] + \delta \Delta OG_t$$

De keuze van de snelheid waarmee naar het optimale niveau wordt teruggekeerd, is arbitrair. In de hier voorgestelde regel wordt ervan uitgegaan dat het ecart tussen het gerealiseerde en het optimale begrotingssaldo jaarlijks met een kwart vermindert (of met 0,5 % bbp indien dat kwart kleiner is dan 0,5 % bbp) tot het optimale niveau is bereikt.

Komt het begrotingssaldo boven zijn optimale niveau uit, dan is er geen houdbaarheidsprobleem. In de hier gehanteerde optimale begrotingsregel moet in dat geval niet worden teruggekeerd naar het optimale begrotingssaldo en moet enkel rekening worden gehouden met de verandering in conjunctuur:

$$\Delta BB_t = \alpha \Delta OG_t$$

$$\Delta SB_t = \delta \Delta OG_t$$

Landen met een budgettaire marge ten aanzien van de houdbaarheidsdoelstelling worden dus niet aangespoord om die marge te gebruiken. De stabilisatiedoelstelling is immers symmetrisch, maar de houdbaarheidsdoelstelling is dat niet.

De grafiek illustreert de voorgestelde regel voor een optimaal begrotingsbeleid in het geval van een negatieve output gap, waarbij het optimaal begrotingsbeleid is uitgedrukt in termen van het structurele begrotingssaldo. Het optimale niveau van het structurele begrotingssaldo daalt naarmate de conjunctuur verslechtert en stijgt naarmate de economische bedrijvigheid opnieuw aantrekt. Op het ogenblik dat de output gap gesloten is (op de grafiek is dat in jaar 2 en jaar 6) is het optimale structurele begrotingssaldo telkens gelijk aan het houdbare niveau (*HOUDB*), op de grafiek vastgesteld op -0,5 % bbp.

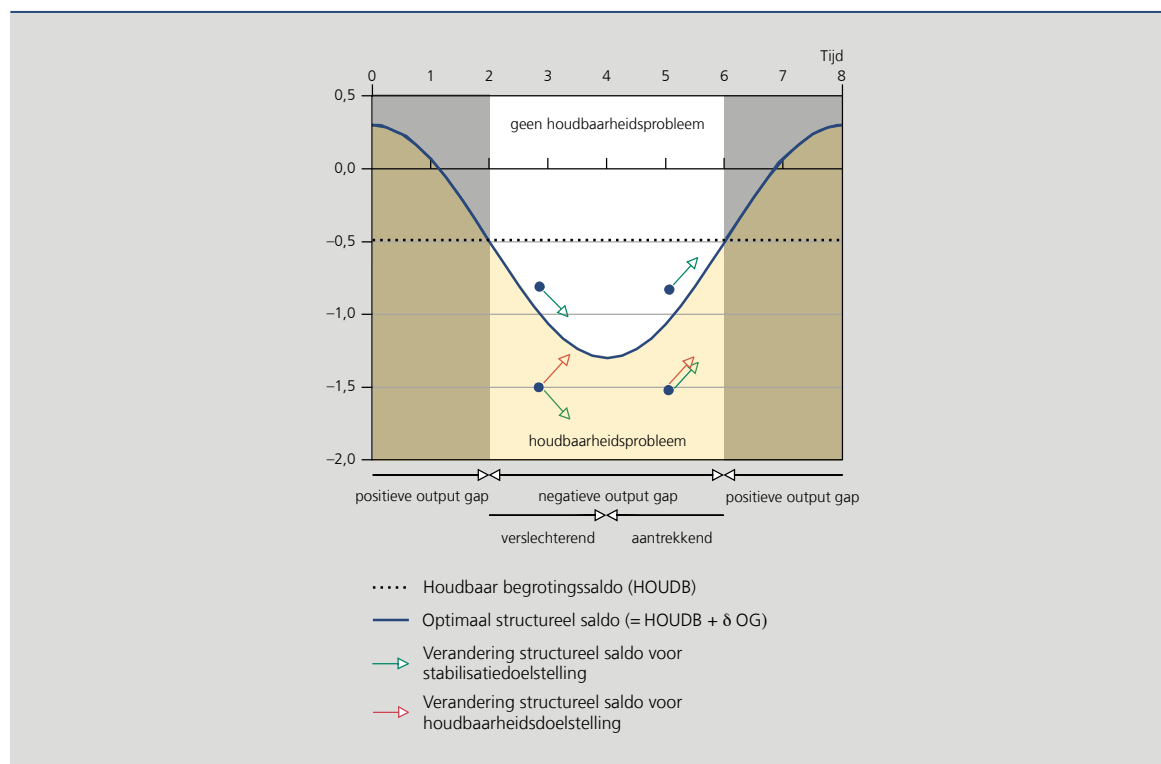
Blijft het structurele saldo onder het optimale niveau en verslechtert de conjunctuur (punt links onder), dan moet er volgens de stabilisatiedoelstelling een discretionair expansief beleid (groene pijl), maar volgens de houdbaarheidsdoelstelling een discretionair restrictief beleid (rode pijl) worden gevoerd. Het aanbevolen beleid is de som van beide en is, afhankelijk van de omvang van het consolidatieprobleem, expansief of restrictief. Bevindt het structurele begrotingssaldo zich lager dan het optimale niveau en trekt de economische bedrijvigheid aan (punt rechts onder), dan moet zowel volgens de stabilisatiedoelstelling als volgens de houdbaarheidsdoelstelling een restrictief beleid worden gevoerd. De aanbevolen consolidatie is opnieuw de som van beide. Komt het structurele begrotingssaldo hoger uit dan het optimale niveau (punten boven de blauwe lijn), dan is er geen houdbaarheidsprobleem en is enkel de stabilisatiedoelstelling van toepassing (zie groene pijlen).

Tot slot zij opgemerkt dat de hier voorgestelde begrotingsregel op enkele belangrijke basisprincipes voor optimaal begrotingsbeleid steunt. Die principes zijn vertaald in een eenvoudige formule. Binnen de formules is de keuze van de waarde van de parameters en de variabelen tot op zekere hoogte arbitrair en eventueel te verfijnen. Zo zou de stabilisatieparameter α zelf een functie kunnen zijn van de output gap om rekening te houden met de grotere efficiëntie van het stabilisatiebeleid bij een sterke economische vertraging. Het houdbare niveau *HOUDB* zou kunnen worden aangepast naar rato van het niveau van de netto-overheidsinvesteringen in een land gelet op de geringe impact die deze laatste hebben op de houdbaarheid. Wat de maatstaf voor de conjunctuurcyclus – de output gap – betreft, zijn de soms ingrijpende ex post herzieningen vervelend. De begrotingsaanbevelingen op basis van deze regel zijn echter voornamelijk gebaseerd op de – standvastiger – verandering in de output gap.



REGEL VOOR EEN OPTIMAAL BEGROTINGSBELEID, ILLUSTRATIE BIJ EEN NEGATIEVE OUTPUT GAP

(in % bbp)



4.2 Optimaal begrotingsbeleid voor individuele landen

4.2.1 Evaluatie op basis van een budgetaire regel

Om het optimale begrotingsbeleid van verschillende landen te bepalen, is een adequate indicator nodig waarmee de gerealiseerde of verwachte begrotingsuitkomsten kunnen worden vergeleken. Dat is hier gedaan voor de zes grootste economieën van het eurogebied aan de hand van de in kader 2 uitgewerkte regel. Het optimale begrotingsbeleid wordt uitgedrukt in termen van verandering van het structurele begrotingsaldo. De berekening is gebaseerd op de gegevens over de output gap zoals die momenteel wordt geraamd, en dus niet op de inschatting van de output gap op het ogenblik dat de begrotingen werden opgemaakt. De resultaten van deze oefening moeten jaar per jaar worden gelezen en niet cumulatief.

In 2007, vóór het uitbreken van de crisis, voerden België, Nederland en Frankrijk een expansief begrotingsbeleid, terwijl volgens de voorgestelde regel een aanzienlijke consolidatie-inspanning nodig was om de houdbaarheid

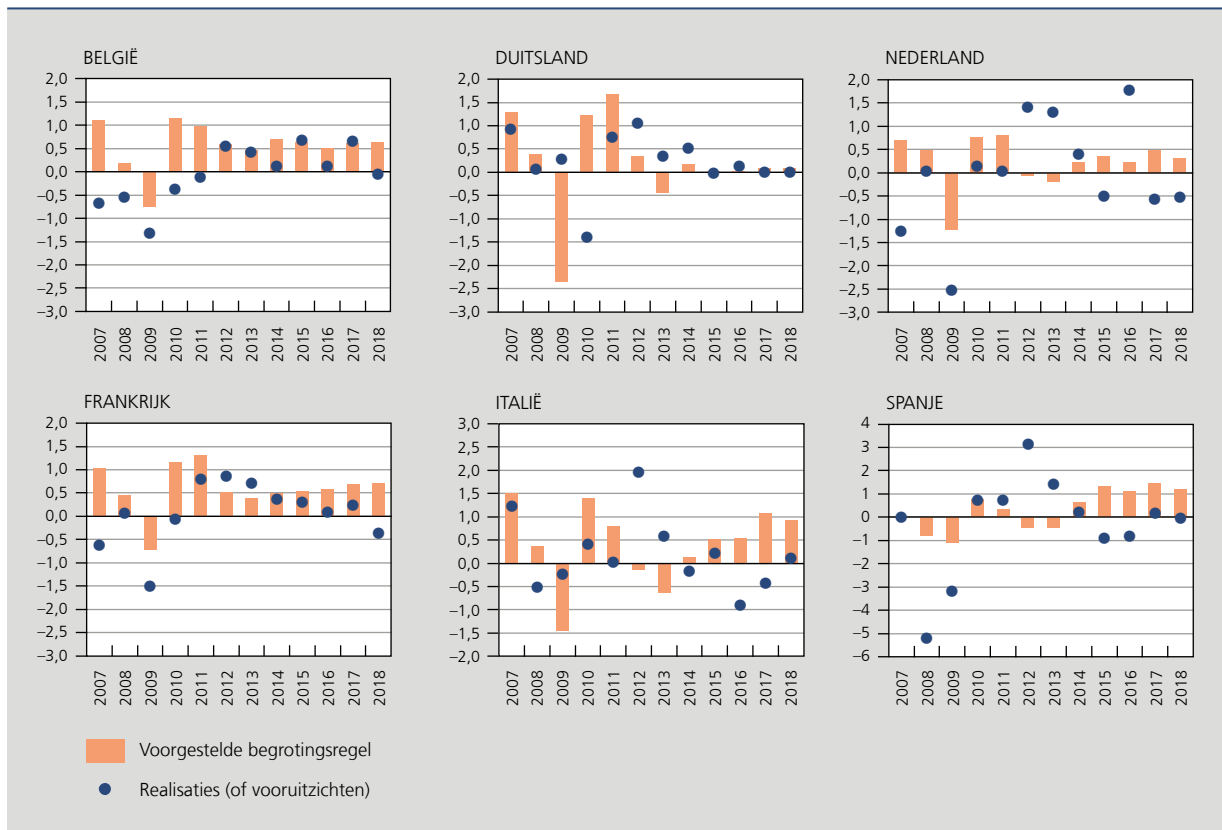
van hun overheidsfinanciën te vrijwaren. Duitsland, Italië en Spanje, daarentegen, voerden op dat ogenblik wel een begrotingskoers die in overeenstemming was met hun houdbaarheidsdoelstelling.

Tijdens de financiële en economische crisis (2008-2010) was er ruimte voor een discretionair expansief begrotingsbeleid. België, Frankrijk, Nederland en Spanje lieten hun begrotingssaldo nog meer verslechteren dan wat in de regel wordt voorgesteld. Italië, daarentegen, maakte slechts in beperkte mate gebruik van discretionaire stimuli.

In de jaren 2012-2013 voerden Duitsland, Nederland, Italië en Spanje een sterk restrictief begrotingsbeleid, terwijl de verslechtering van de conjunctuur een neutraal tot expansief beleid rechtvaardigde. Daarbij zij opgemerkt dat de economische situatie in Italië en Spanje, achteraf beschouwd, veel sterker bleek te verslechteren dan waar op het ogenblik van de begrotingsopmaak werd van uitgegaan. Op basis van de toen gemaakte inschatting van de output gap, had de voorgestelde regel voor Spanje en Italië immers een restrictief beleid tot gevolg.

GRAFIEK 7 OPTIMAAL BEGROTINGSBELEID IN INDIVIDUELE LANDEN

(verandering van het structurele begrotingssaldo, in % bbp)



Bronnen: EC, ESCB, NBB.

Voor de jaren 2017-2018 is het zaak voor België, Frankrijk, Italië en Spanje (gelet op de combinatie van een aantrekkelijke conjunctuur en een houdbaarheidsprobleem) een grotere consolidatie-inspanning aan te bevelen dan die welke wordt verwacht op basis van de meest recente macro-economische vooruitzichten van de EC (herfststraming 2017).

4.2.2 Vergelijking met de aanbevelingen uit het Europees begrotingskader

Het is interessant om de aanbevelingen voor dit en volgend jaar volgens de voorgestelde regel te vergelijken met de landspecifieke aanbevelingen uit het Europees begrotingskader.

Voor Frankrijk en België komen de aanbevelingen qua orde van grootte grosso modo overeen met de naar voren geschoven begrotingsregel. Voor Spanje en Italië impliceert de regel een sterkere consolidatie omdat de output gap in die beide landen snel sluit en ze bovendien een groot houdbaarheidsprobleem hebben. Al met al zijn de aanbevelingen uit het Europees begrotingskader

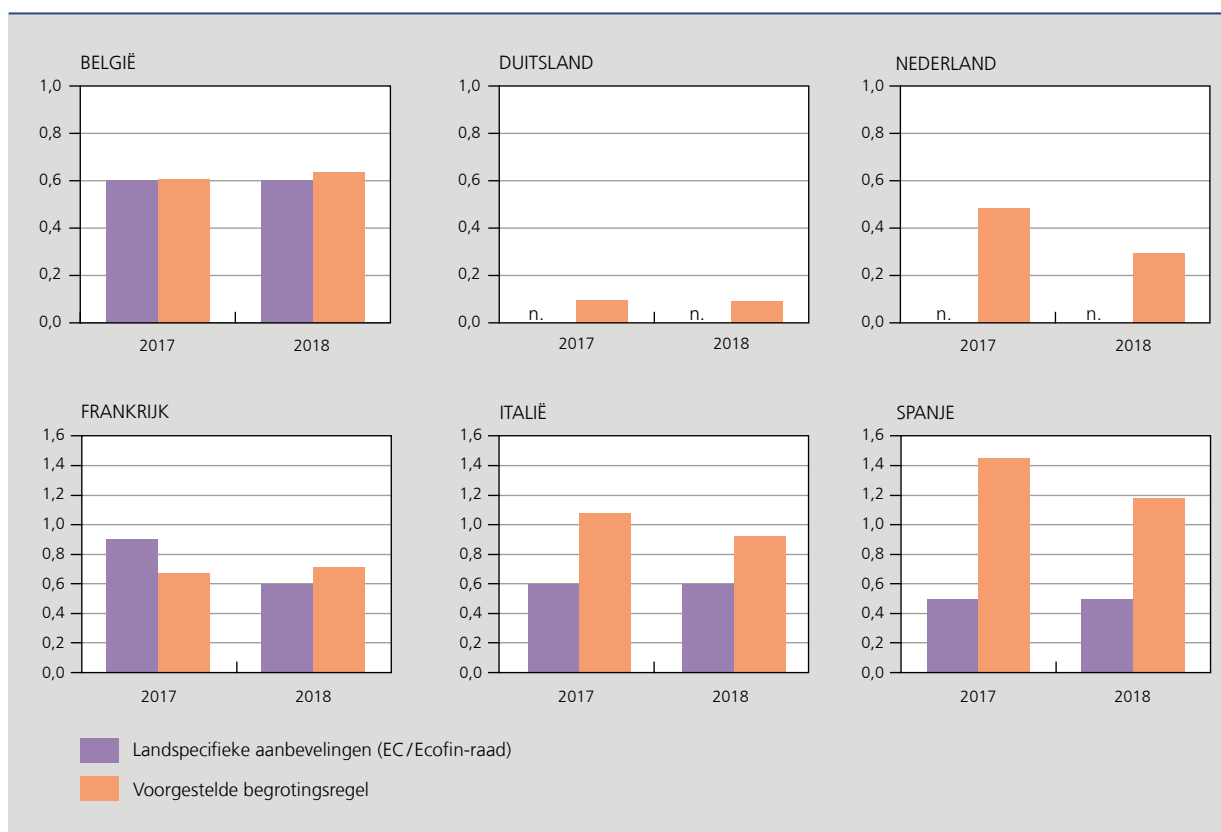
momenteel economisch zinvol en dienen ze te worden gerespecteerd.

Duitsland en Nederland hebben geen houdbaarheidsprobleem. Daarom formuleert de Commissie voor die twee landen geen aanbeveling. Uit de voorgestelde begrotingsregel blijkt dat een licht restrictief begrotingsbeleid wordt aanbevolen voor Nederland en Duitsland (2017 en 2018), louter als gevolg van de aantrekkelijke economische bedrijvigheid. Krachtens de regel wordt beide landen immers niet verzocht gebruik te maken van hun marge waarover ze ten aanzien van de houdbaarheidsdoelstelling beschikken.

Ondanks de op dit ogenblik economisch zinvolle aanbevelingen op basis van het Stabiliteits- en groeipact, zijn er belangrijke verschillen met de voorgestelde regel voor een optimaal begrotingsbeleid. Wat het optimale niveau voor het begrotingssaldo betreft, staat de regel bovenop de automatische stabilisatoren ook discretionaire stabilisatie toe; de voorgestelde regel is dus soepeler in periodes van verslechterende conjunctuur en strenger in periodes van aantrekkelijke conjunctuur. Komt het structurele

GRAFIEK 8 DE AANBEVELINGEN UIT HET EUROPEES BEGROTINGSKADER ZIJN MOMENTEEL ECONOMISCH ZINVOL

(verandering van het structurele begrotingssaldo, in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

begrotingssaldo onder het optimale niveau uit, dan staat het Stabiliteits- en groeipact slechts in zeer uitzonderlijke omstandigheden (namelijk bij een output gap lager dan -4% bbp of negatieve groei) toe dat het structurele begrotingssaldo niet verbetert. In alle andere omstandigheden moet dat saldo minstens gelijk blijven of verbeteren. Volgens de voorgestelde regel, daarentegen, is bij een verslechtering van de conjunctuur wel een achteruitgang van het structurele begrotingssaldo mogelijk, ook al is er een houdbaarheidsprobleem. Daartegenover staat dat bij een conjunctuuropleving een grotere verbetering van het structurele begrotingssaldo noodzakelijk is.

4.3 Optimaal begrotingsbeleid voor het eurogebied als geheel

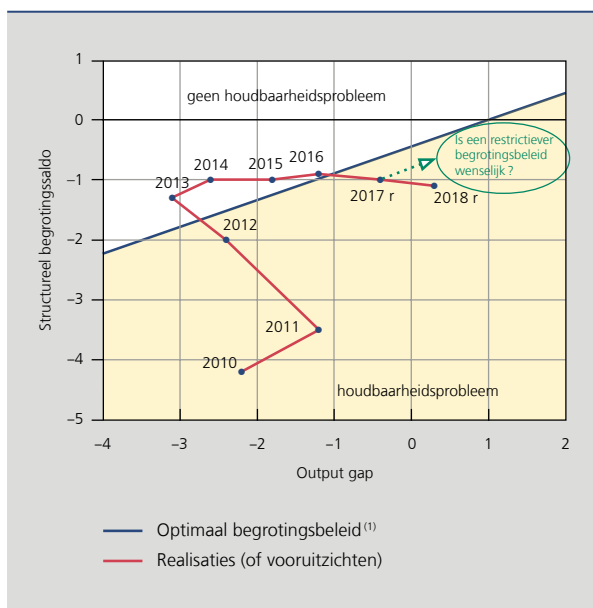
4.3.1 Verloop van het begrotingsbeleid

De begrotingspositie van het eurogebied als geheel wordt op mechanische manier berekend door de begrotingsposities van de lidstaten te aggregeren. Ze wordt dus niet rechtstreeks bepaald. Het begrotingsbeleid op het niveau

van het eurogebied als geheel is bijgevolg het resultaat van het beleid op nationaal niveau. De begrotingspositie van het eurogebied wordt hier weergegeven door het structurele begrotingssaldo, zoals gepubliceerd door de EC.

Het verloop van het begrotingsbeleid voor het eurogebied als geheel over de periode 2010-2018 kan in een aantal subperiodes worden ingedeeld. Gedurende de periode 2008-2010 veroorzaakten de financiële crisis en de daaruit voortvloeiende economische recessie grote tekorten en oplopende schuldniveaus als gevolg van het toen gevoerde anticyclische beleid. Daardoor ging de toestand van de overheidsfinanciën in het eurogebied er aanzienlijk op achteruit. Vanaf 2011 begonnen de landen van het eurogebied hun overheidstekorten af te bouwen teneinde de overheidsfinanciën houdbaarder te maken. De procyclische begrotingskoers tijdens de 'double dip' in 2012-2013 was een gevolg van het vernieuwde en verstrengde Stabiliteits- en groeipact. Terugblikkend op die periode kan het toen gevoerde begrotingsbeleid als té restrictief worden bestempeld, met een begrotingsconsolidatie die té snel werd uitgevoerd onder meer door de druk van de financiële markten op een aantal landen. Vanaf 2014

GRAFIEK 9 VERLOOP VAN HET BEGROTINGSBELEID IN HET EUROGEBIED ALS GEHEEL
(in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

(1) Volgens de in het kader 2 naar voren geschoven regel voor optimaal begrotingsbeleid. Dit wordt als volgt geconcretiseerd: een wijziging van de output gap met 1 % bbp leidt tot een verandering van het structurele begrotingssaldo met 0,44 % bbp en van het nominale begrotingssaldo met 1 % bbp omwille van de automatische stabilisatoren (0,56 % bbp) en een discretionaire beleidsimpuls (0,44 % bbp); het voorgestelde begrotingstekort op middellange termijn bedraagt 0,5 % bbp.

was de begrotingspositie van het eurogebied als geheel grotendeels neutraal, wat meer in overeenstemming was met de cyclische positie. De recente informatie over de economische situatie is positief en maakt gewag van een versteviging van de groei en een sluiting van de output gap. In deze sterk verbeterde conjunctuursituatie verdient een meer restrictief begrotingsbeleid aanbeveling.

De belangrijkste internationale instellingen hebben het afgelopen jaar uitspraak gedaan over het optimale begrotingsbeleid voor het eurogebied als geheel voor de jaren 2017 en 2018⁽¹⁾. Voor 2017 raadden de Ecofin-raad en het IMF voor het eurogebied als geheel, rekening houdend met de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn en met het conjunctuurverloop, een neutrale begrotingskoers aan. Er zij op gewezen dat de EC in een publicatie van eind 2016 nog een expansief begrotingsbeleid voorstond (EC, 2016b). Ook voor 2018 adviseerden de EC, de Europese Budgettaire Raad en het IMF in hun publicaties van de eerste helft van dit jaar dat een overwegend neutraal begrotingsbeleid aanbeveling verdient. In een speech

(1) Er zij opgemerkt dat de aanbevelingen van de EC, de Ecofin-raad en de Europese Budgettaire Raad betrekking hebben op het structurele primaire saldo, terwijl die van het IMF het structurele begrotingssaldo betreffen.

van Poul Thomsen, directeur van het Europees departement bij het IMF, van eind september werd dat standpunt evenwel bijgesteld naar een geleidelijk restrictief beleid: ... *with growth recovering quite strongly and output gaps narrowing fast, now is the time to rebuild fiscal space and place public debt on a firm downward trajectory. Gradual fiscal consolidation would help ensure that, when the next adverse shock hits, the euro zone is on a stronger footing and has the necessary buffers* (IMF, 2017b).

Uit het voorgaande overzicht kan worden afgeleid dat de standpunten van de internationale instellingen met betrekking tot het aanbevolen begrotingsbeleid het afgelopen jaar zijn geëvolueerd van een veeleer expansief naar een overwegend neutraal begrotingsbeleid en, recentelijk, naar een geleidelijk restrictief beleid. Dat kan worden verklaard door de verbetering van de economische situatie en van de economische vooruitzichten. Als gevolg hiervan zou de output gap in 2018 sluiten en zelfs licht positief worden. De aanbeveling om geleidelijk een restrictief beleid te gaan voeren, is in overeenstemming met de bevindingen hierboven.

4.3.2 Optimaal begrotingsbeleid voor het eurogebied in de huidige omstandigheden

Het optimale begrotingsbeleid in het eurogebied als geheel is niet noodzakelijk gelijk aan de optelsom van het optimale begrotingsbeleid in de individuele landen. Daar zijn een aantal redenen voor. Allereerst spelen op het niveau van het eurogebied enkel conjunctuuroverwegingen, geen overwegingen inzake de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Het eurogebied heeft immers zelf geen overheidsschuld. Bovendien is de impact van het begrotingsbeleid verschillend: de begrotingsmultiplicatoren, die de impact van een begrotingsimpuls op de economische bedrijvigheid weergeven, zijn voor het eurogebied als geheel hoger dan in de individuele landen aangezien een begrotingsimpuls in de relatief opener individuele economieën gedeeltelijk 'weglekt' via spillovers. Dit betekent dat de stabilisatiedoelstelling op het niveau van het eurogebied behaald kan worden met een relatief kleinere inspanning dan de optelsom van de vereiste inspanningen – uit stabilisatieoogpunt – van de individuele landen.

Vanuit die overwegingen wordt het optimaal begrotingsbeleid voor het eurogebied als geheel voor 2017 en 2018 berekend vanuit drie invalshoeken:

1. De bbp-gewogen optelsom van de optimale wijziging in het structurele begrotingssaldo van de individuele landen van het eurogebied, volgens de voorgestelde begrotingsregel waarin rekening wordt gehouden met

zowel de stabilisatie- als de houdbaarheidsdoelstelling. Het resultaat daarvan toont waar het eurogebied zou uitkomen indien de individuele landen hun optimaal begrotingsbeleid zouden voeren. Voor het eurogebied als geheel komt de gehanteerde begrotingsregel uit op een verbetering van het structurele saldo met 0,5 à 0,6 % bbp in het eurogebied.

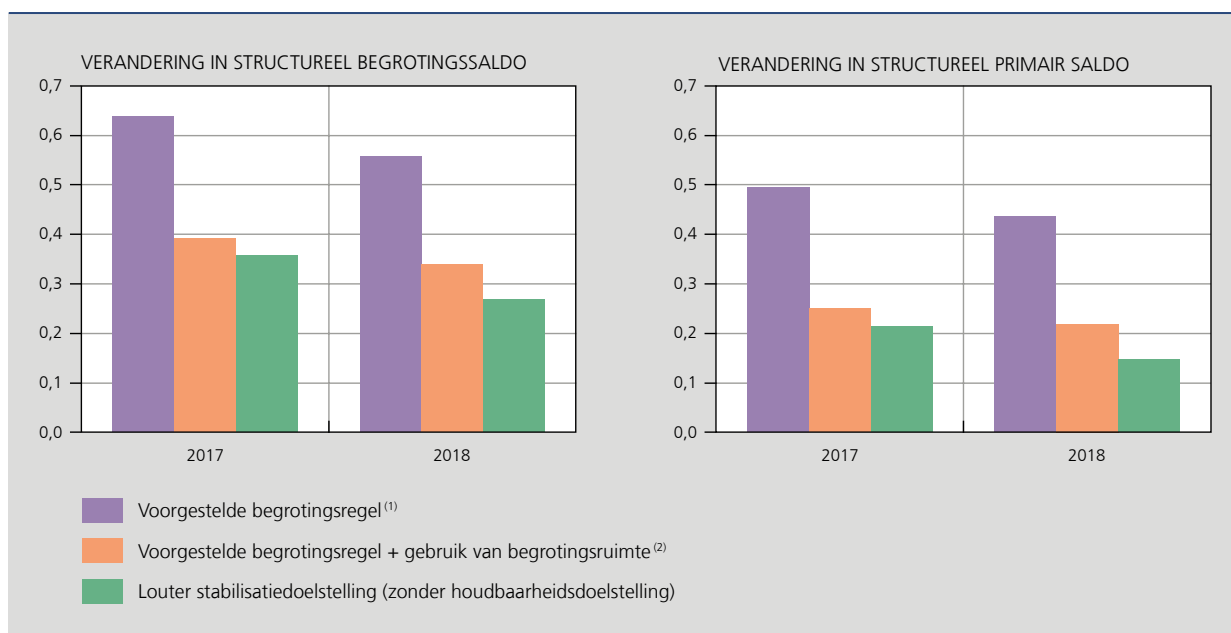
2. Een variant van de voorgaande som waarbij de landen die volgens de voorgestelde regel begrotingsmarge hebben ten opzichte van de houdbaarheidsdoelstelling, die marge (deels) gebruiken. Daarbij wordt de houdbaarheidsdoelstelling van de individuele landen dus op symmetrische wijze toegepast. Mochten landen zonder houdbaarheidsprobleem, zoals Duitsland en Nederland, hun begrotingsmarge aanwenden, dan zou de optelsom voor het eurogebied als geheel zo'n 0,2 procentpunt bbp lager uitkomen.
3. De derde variant wordt berekend als de bbp-gewogen optelsom van de optimale wijziging in het structurele saldo van de individuele landen van het eurogebied, enkel rekening houdend met de stabilisatiedoelstelling (en niet met de houdbaarheidsdoelstelling). Daaruit volgt voor het eurogebied de aanbeveling om een licht restrictief begrotingsbeleid te voeren, zulks

vanwege de aantrekkende conjunctuur. De aanbevoelen verbetering van het structureel saldo is licht lager dan in de tweede variant.

Het optimale begrotingsbeleid in het eurogebied als geheel voor de jaren 2017 en 2018 is volgens deze berekeningen telkens restrictief, maar tussen de drie begrotingsregels bestaan er verschillen wat de mate betreft waarin het structurele begrotingssaldo zou moeten verbeteren. Dit illustreert de hierboven vermelde vaststelling dat er een verschil bestaat tussen het begrotingsbeleid dat optimaal is voor het eurogebied als geheel (variant 3 – louter stabilisatiedoelstelling) en de som van het optimale begrotingsbeleid van de individuele landen (variant 1 – voorgestelde begrotingsregel). Het voorstel in het rapport van de vijf presidenten om een Europees stabilisatiemechanisme op te zetten en aldus het centraal niveau te versterken, is bedoeld als onderdeel van de oplossing om die verschillen te overbruggen. In hoofdstuk 6 van dit artikel wordt op dit voorstel nader ingegaan.

Tot slot zij opgemerkt dat het optimale begrotingsbeleid in het eurogebied als geheel in 2017 en 2018, dat volgens onze berekeningen veeleer restrictief zou moeten zijn, afwijkt van het momenteel gevoerde, nog licht expansieve beleid.

GRAFIEK 10 OPTIMAAL BEGROTINGSBELEID VOOR HET EUROGEBIED
(in % bbp)



Bronnen: EC, NBB.

(1) Berekend als het bbp-gewogen gemiddelde van de doelstellingen voor de landen van het eurogebied, rekening houdend met hun stabilisatie- en houdbaarheidsdoelstellingen.

(2) Idem als in 1 maar waarbij de landen met een begrotingsmarge, dat zijn de landen zonder houdbaarheidsprobleem, hun begrotingsmarge (deels) gebruiken voor een expansief begrotingsbeleid (door de voorgestelde begrotingsregel met betrekking tot de houdbaarheid symmetrisch toe te passen).

5. Moet Duitsland de motor van het eurogebied zijn?

In hoofdstuk 4 werd aangetoond dat indien Duitsland zijn begrotingsmarge zou aanwenden, de begrotingskoers voor het eurogebied in zijn geheel minder restrictief wordt. Vaak werd aangedrongen op een meer stimulerend begrotingsbeleid in Duitsland. Zo stond het lopende overschot op de betalingsbalans van Duitsland de afgelopen jaren centraal in het debat over het economisch beleid en de herbalancering in het eurogebied. Aangenomen werd dat de afbouw van dat lopend surplus, meer bepaald door hogere investeringen, de bedrijvigheid in de andere eurolanden zou ondersteunen, in het bijzonder in de landen met een vraagtekort, waar de output gap dus nog niet gesloten was, en waar er geen ruimte was voor een meer ondersteunend begrotingsbeleid.

Zo werd Duitsland, vanwege zijn aanzienlijk en persistent surplus op de lopende rekening, in het kader van de EU-procedure bij macro-economische onevenwichtigheden (MIP) sedert 2014 beschouwd als een lidstaat met macro-economische evenwichtsverstoringen. In de aan Duitsland gerichte landspecifieke aanbevelingen van juli 2017 stelt de Raad van de EU dat het aanhoudend grote overschot op de lopende rekening grensoverschrijdende relevantie heeft en dat het aanpakken van dat overschot gevolgen kan hebben voor de herbalanceringsperspectieven van de rest van het eurogebied en de Unie omdat een dynamischer binnenlandse vraag in Duitsland voor lidstaten met een zware schuldenlast de druk kan verlichten om hun schulden af te bouwen.

5.1 Het lopende overschot op de betalingsbalans van Duitsland is groot en persistent en weerspiegelt het spaaroverschot van de Duitse economie

Duitsland boekt inderdaad een zeer omvangrijk lopend overschot. In 2016 bedroeg het 8,5% bbp, waardoor de in het kader van de MIP vastgelegde kritische drempel van 6% bbp ruim werd overschreden. Het saldo is het hoogste van de voornaamste geavanceerde economieën. De stijging tijdens de afgelopen jaren is vooral het gevolg van het groeiende surplus op de handelsbalans (goederen), dat in 2016 op 8,7% bbp uitkwam. Dat was vooral het resultaat van het overschot ten opzichte van de landen buiten het eurogebied. De laatste jaren heeft zich immers een verschuiving voorgedaan in de geografische samenstelling van het Duitse handelsoverschot van de eurolanden naar landen buiten het eurogebied. Duitsland boekt ook een overschot op de inkomstenbalans. Volgens berekeningen van het IMF

(2017d), overtreft het impliciete rendement op de buitenlandse activa van Duitsland het rendement op zijn verplichtingen tegenover het buitenland met ongeveer 0,5 procentpunt.

Behalve de concurrerende, op de export gerichte verwerkende nijverheid weerspiegelt het aanhoudend grote externe surplus ook het aanzienlijke binnenlandse spaaroverschot van de Duitse economie. Tijdens de afgelopen jaren werd bij de huishoudens, net als bij de ondernemingen, een financieringsoverschot opgetekend en na de financiële crisis werd de financieringsbehoefte van de overheid bovendien weggewerkt.

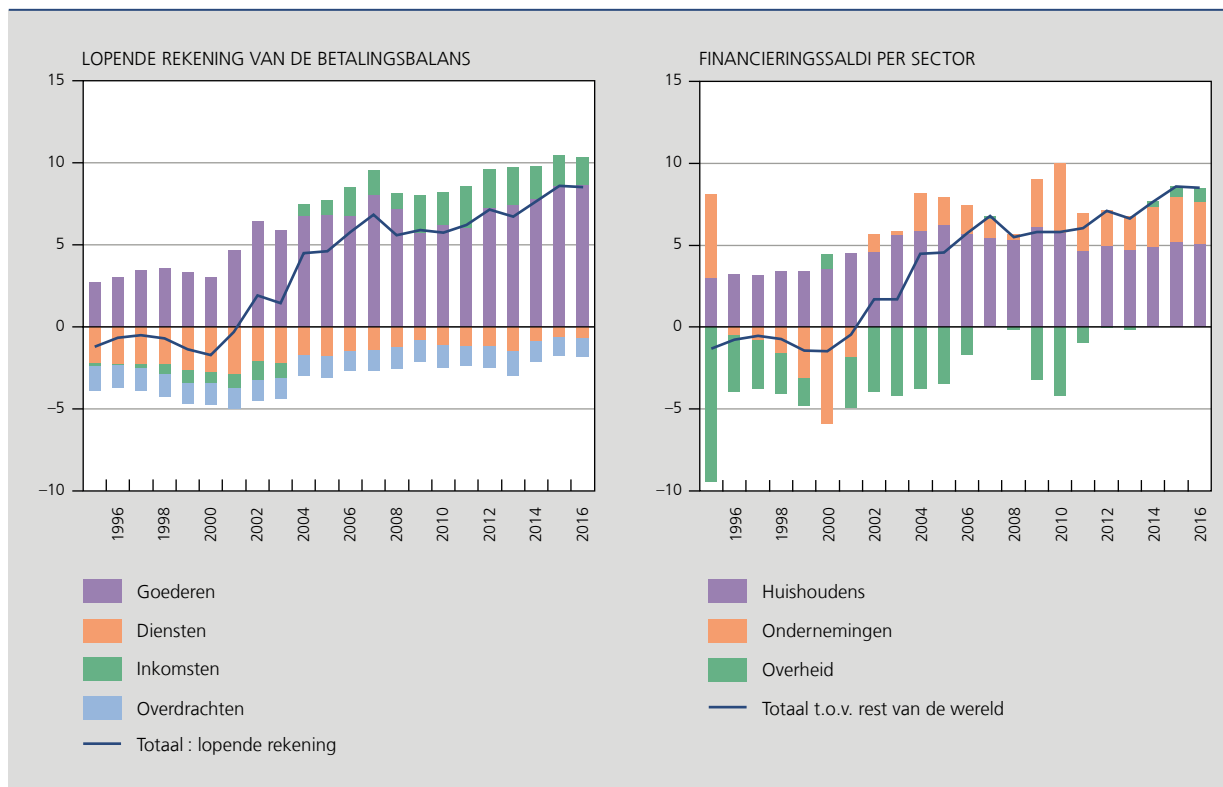
Het financieringsoverschot van de huishoudens is de grootste component van het Duitse spaaroverschot. Sedert 2010 is dat overschot echter enigszins verkleind in het verlengde van de opleving van de particuliere consumptie en de investeringen in woongebouwen. De spaarquote van de Duitse huishoudens ligt op een hoog niveau (een van de hoogste van de OESO-landen), wat te maken heeft met demografische factoren. De bezorgdheid over de vergrijzing, die in Duitsland sneller verloopt dan in de meeste andere grote economieën, heeft de Duitse huishoudens in hun sparen gestimuleerd opdat ze tijdens hun pensioen hun levensstandaard zouden kunnen handhaven. De stijging van de spaarquote na de eeuwwisseling vond daarbij plaats in een periode waarin tot ingrijpende hervormingen van het openbare pensioenstelsel werd besloten en de gemiddelde vervangingsratio van de pensioenen afnam. Bovendien werden aanvullende private pensioenplannen fiscaal aantrekkelijker door de inwerkingtreding, in 2002, van de Riester-rente.

Voorts liep het financieringsoverschot van de niet-financiële ondernemingen na de eeuwwisseling sterk op. Daarbij kan een samenloop van landspecifieke factoren een rol hebben gespeeld. Zo resulteerden de loonmatiging en de arbeidsmarkthervormingen (Hartz-hervormingen) in een matiging van de loonkosten. De ondernemingen zetten de extra financieringscapaciteit kennelijk niet ten volle in voor een verhoging van de binnenlandse kapitaalgoederenvoorraad, maar wendden ze ook aan om de afhankelijkheid van externe financiering af te bouwen. Dit bracht met zich dat de Duitse ondernemingen, die in vergelijking met de rest van het eurogebied reeds een lage schuldgraad hadden, hun schulden toch verder reduceerden.

Het lopende overschot in het algemeen en het spaaroverschot van de Duitse niet-financiële ondernemingen in het bijzonder worden ook in verband gebracht met de directe investeringen door Duitse ondernemingen

GRAFIEK 11 LOPENDE REKENING VAN DE BETALINGSBALANS EN FINANCIERINGSSALDI IN DUITSLAND

(in % bbp)



Bron: EC.

in het buitenland in het kader van de offshoring van (delen van) de productie naar Oost-Europa en andere opkomende landen. Dat zou de concurrentiepositie versterken en productiviteitsverhogende effecten sorteren, met name door de vervanging van in het binnenland geproduceerde goederen door goedkopere geïmporteerde intermediaire producten. Bovendien heeft de dreiging van herlokalisatie van activiteiten naar het buitenland de loonontwikkelingen in de exportgerichte verwerkende nijverheid mogelijk getemperd.

Deze integratie van Duitsland in de internationale productieketens ('global value chains') wordt steeds meer als een structureel kenmerk van de Duitse economie beschouwd. De afgelopen jaren is de Duitse stock aan bruto buitenlandse directe investeringen (BDI) vrij snel gestegen. Wat het eurogebied betreft, bevindt een aanzienlijk deel ervan zich in Luxemburg en in toenemende mate in Nederland alsook in België, Frankrijk, Oostenrijk, Italië en Spanje. In Griekenland en Portugal zijn de Duitse BDI beperkt qua omvang. Buiten het eurogebied zijn het Verenigd Koninkrijk, Zwitserland en de Oost-Europese landen Polen, Tsjechië

en Hongarije belangrijke vestigingslanden. Omgerekend in verhouding tot het bbp van de gastlanden zijn de Duitse BDI het sterkst aanwezig in de meeste buurlanden in het eurogebied (Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, België) en in Oost-Europa (Hongarije, Tsjechië, Slowakije en Polen). Rekening houdend met de omvang van die economieën, is die aanwezigheid daarentegen minder belangrijk in Frankrijk, Italië en de eurolanden die door de crisis zwaar werden getroffen (Spanje, Portugal, Griekenland). De sterke vertegenwoordiging in de Oost-Europese buurlanden wijst op de uitbouw van de Duitse positie in de internationale productieketens in die landen.

Onderzoek wijst uit dat de BDI over het algemeen complementair zijn aan de binnenlandse investeringen: de BDI zouden meestal positieve effecten sorteren op de binnenlandse investeringsactiviteit. Voor Duitsland zijn de resultaten evenwel gemengd en bestaan er aanwijzingen dat de BDI op lange termijn veeleer een substituuut zouden vormen voor de binnenlandse investeringen (Herzer D. en M. Schrooten, 2007). De nabijheid van lagereloonlanden in Centraal- en Oost-Europa zou daarin een belangrijke rol hebben gespeeld.

5.2 Zijn de investeringen in Duitsland te laag?

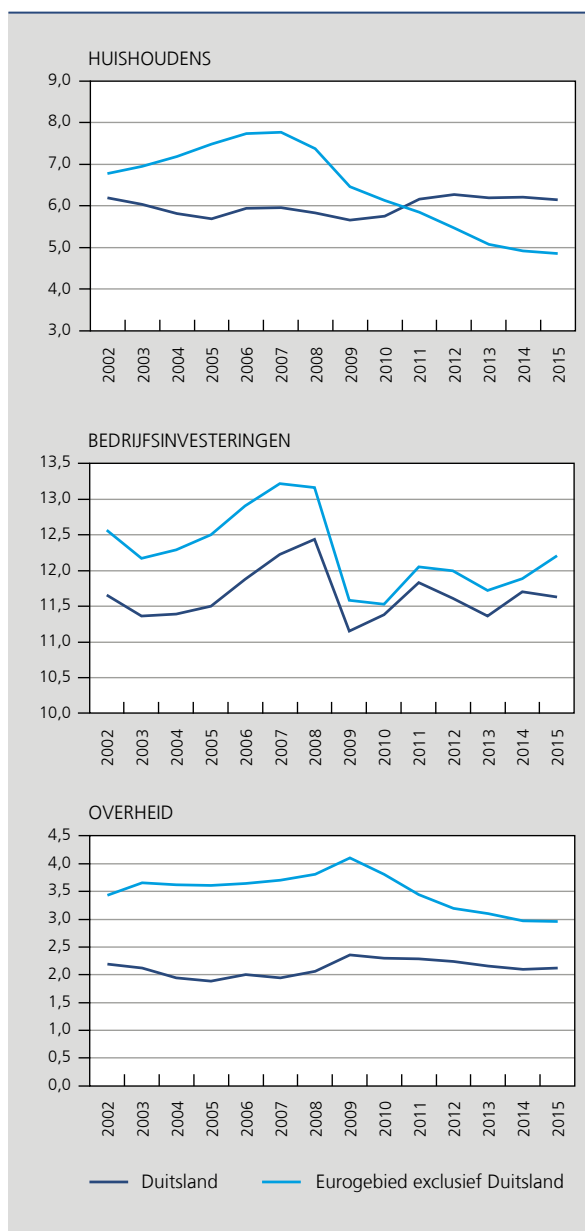
Het overschot op de lopende rekening van de Duitse betalingsbalans, dat wordt weerspiegeld in het spaaroverschot van de Duitse economie, wordt behalve aan de exportgerichte verwerkende nijverheid, de afbouw van de financieringsbehoefte van de overheid, de hoge spaarquote van de huishoudens en het concurrentievermogen van de bedrijven, vaak ook toegeschreven aan de als matig beschouwde (binnenlandse) investeringen.

Uitgesplitst naar de diverse sectoren (huishoudens, ondernemingen en overheid) lagen de investeringen van de huishoudens (in woningen) in Duitsland in verhouding tot het bbp tijdens de afgelopen jaren hoger dan gemiddeld in de andere landen van het eurogebied. Na de oververhitting als gevolg van de Duitse eenmaking bevond de Duitse bouwsector zich weliswaar jarenlang in een malaise die tot ongeveer 2009 duurde. Sindsdien hebben de investeringen in woongebouwen er evenwel sterk aangetrokken. Volgens sommige bronnen (Dahl J. en M. Góralczyk, 2017), is er op dit ogenblik nog steeds een tekort aan woningen zodat de woningbouw er naar verwachting stevig zal blijven.

De investeringsquote van de bedrijven bevindt zich daarentegen nog enigszins onder het niveau van de rest van het eurogebied. Hierbij moet er rekening mee worden gehouden dat, zoals hierboven vermeld, de BDI door Duitse ondernemingen op lange termijn de binnenlandse investeringen in zekere mate zouden kunnen vervangen. Het feit dat de Duitse niet-financiële ondernemingen een deel van hun financiële middelen aanwenden om hun positie in de internationale productieketens te verstevigen, zou bijgevolg een gedeeltelijke verklaring kunnen bieden voor de naar sommige maatstaven matige binnenlandse investeringsactiviteit.

De investeringsquote van de overheid, ten slotte, ligt in Duitsland lager dan in de rest van het eurogebied. Samen met de bevinding dat het investeringsherstel in de bedrijfstakken die zijn samengebracht onder de noemer 'andere bouwwerken en constructies' (waaronder infrastructuurwerken) na de crisis slechts traag verliep, spoort dit met de vaststelling – in de diepgaande evaluatie van Duitsland door de EC in het kader van de MIP 2017 – dat de investeringen in transport-, energie- en telecommunicatie-infrastructuur in Duitsland vertraging hebben opgelopen en dat de recente inspanningen om de overheidsinvesteringen te faciliteren en te stimuleren nog maar weinig effect hebben

GRAFIEK 12 INVESTERINGEN NAAR SECTOR IN DUITSLAND
(in % bbp)



Bron: EC.

gesorteerd. Ook de perceptie van de kwaliteit van spoor- en waterwegen en luchtvaartinfrastructuur lijkt er in Duitsland op achteruit te zijn gegaan.

Volgens sommige bronnen zijn de gemiddeld zwakke overheidsinvesteringen in Duitsland echter minder te wijten aan een gebrek aan politieke wil of een tekort aan financiering dan aan andere factoren zoals capaciteitstekorten, complexe procedures, ingewikkelde regulering van grote infrastructuurprojecten en gecompliceerde financiële verhoudingen binnen de overheidssector⁽¹⁾.

(1) Raad van de EU (2017), *Aanbeveling van de Raad van 11 juli 2017 over het nationale hervormingsprogramma 2017 van Duitsland en met een advies van de Raad over het stabiliteitsprogramma 2017 van Duitsland (2017/C 261/05)*, Publicatieblad van de Europese Unie, C261/18, 9 augustus, considerans 8; IMF (2017d), *Germany 2017 Article IV consultation—Staff report*, IMF Country Report 17/192, July, p.11; Deutsche Bank (2017), *Focus Germany*, 6 April.

Ook landspecifieke omstandigheden bemoeilijken internationale vergelijkingen. Zo hebben de Duitse autoriteiten meermaals aangevoerd dat de Duitse overheidsinvesteringen worden onderschat omdat de gehanteerde statistische perimeter van de overheidssector voor Duitsland verschilt van die voor andere landen. Rekening houdend met de investeringsprojecten waarvoor thans in financiering wordt voorzien, alsook met de overheidsaanbestedingen en de maatregelen die zijn genomen om capaciteitsproblemen te verminderen, mag worden verwacht dat de overheidsinvesteringen de komende jaren sterker zullen toenemen.

Al met al kunnen enkele fundamentele factoren worden aangetoond die hebben bijgedragen aan het aanzienlijke lopende overschot op de betalingsbalans van Duitsland. Volgens internationale instellingen zoals het IMF en de EC zijn die fundamentele factoren echter ontoereikend om het lopende overschot volledig te verklaren en blijft een niet onbelangrijk gedeelte onuitgelegd. De onverklaarde component van het Duitse lopende surplus heeft allicht te maken met andere landspecifieke factoren, zoals de integratie van Duitsland in de internationale productieketens, die de concurrentiekracht van de Duitse economie bevordert⁽¹⁾ maar die moeilijk aan de hand van de gangbare economische modellen kan worden weergegeven. Tegen die achtergrond komt uit onderzoek ook naar voren dat het aanwenden, door Duitsland, van zijn beschikbare marge voor het begrotingsbeleid slechts een relatief beperkte bijdrage zou leveren aan de afbouw van het lopende overschot⁽²⁾.

5.3 Wie wordt beter van een begrotingsimpuls in Duitsland?

In het kader van het debat over de mogelijke rol van een sterkere Duitse investeringsdynamiek in de economische opleving en de herbalancering in het eurogebied, rijst de vraag naar de omvang en de geografische verdeling van de impact van een dergelijk beleid op de andere eurolanden.

De aandacht voor de spillover-effecten van het begrotingsbeleid is de jongste jaren fors toegenomen – nadat de crisis, de daaropvolgende herstelprogramma's en budgettaire sanering het belang ervan duidelijk hadden gemaakt. De resultaten van het economisch onderzoek ter zake lopen evenwel sterk uiteen⁽³⁾. Ze hangen onder

(1) ECB (2017), 'The impact of global value chain participation on current account imbalances', *Economic Bulletin*, Issue 2, p. 68 and p. 81.
 (2) Zie, onder meer, IMF (2017d), *Germany 2017 Article IV consultation – Staff report*, IMF Country report 17/192, July, Box 1.; Kollmann R., M. Ratto, W. Roeger, J. in 't Veld en L. Vogel (2014), *What drives the German current account? And how does it affect other EU member states?*, *European Economy*, Economic Papers 516, April, p.25.
 (3) Voor een literatuuroverzicht, zie onder meer Attinasi M-G., M. Lalik en I. Vetlov (2017), *Fiscal spillovers in the euro area, a model-based analysis*, ECB Working Paper Series 2040, March.

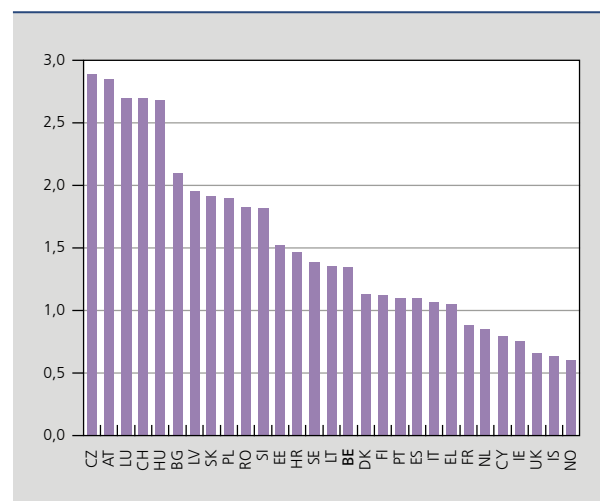
meer af van het bestudeerde type transmissiemechanisme (handel, financiële markten, vertrouwenseffecten), de kenmerken van de landen waar de budgettaire schok vandaan komt, de respons van het monetair beleid (en de effecten daarvan op de wisselkoers), de samenstelling van het begrotingsbeleid (hogere multiplicator van overheidsinvesteringen dan van belastingvermindering), mogelijke wijzigingen in de multiplicatoren over de cyclus (groter bij een sterk negatieve output gap), afzonderlijke of gecoördineerde schok, de financiering van de schok, het samengaan van begrotingsstimulus met sanering op middellange termijn, vaste of flexibele wisselkoersen,...

Ook wat het eurogebied betreft, levert het onderzoek een verscheidenheid aan resultaten op. Het belang van de monetairbeleidsreactie wordt vaak onderstreept: de effecten die worden opgetekend bij een ongewijzigd monetair beleid waarbij de ondergrens voor de beleidsrente (ZLB) is bereikt, verminderen sterk (of worden zelfs negatief) in het geval van een monetairbeleidsrespons op de hogere groei en inflatie.

Een aantal studies wijzen op de ongelijke verdeling van de spillover-effecten over de diverse landen van het eurogebied. De verschillen tussen de landen worden vooral verklaard door de intensiteit van de handelsrelaties. Vaak is de conclusie dat de grootste effecten van additionele overheidsinvesteringen in Duitsland kunnen worden

GRAFIEK 13 TOEGEVOEGDE WAARDE AFKOMSTIG UIT DE EUROPESE HANDELSPARTNERS, VERVAT IN DE BRUTO-INVESTERINGEN IN VASTE ACTIVA⁽¹⁾ VAN DUITSLAND

(volgens land van oorsprong, alle bedrijfstakken, in % van de totale toegevoegde waarde van het land van oorsprong, gemiddelden 2007-2011)



Bron: OESO.
 (1) Geen onderscheid tussen de bruto-investeringen in vaste activa door de overheid en de private sector.

verwacht in – vooral kleine tot middelgrote – buurlanden, terwijl de impact op verder verwijderde landen die niet aan Duitsland grenzen veeleer gering zou blijven⁽¹⁾.

In het verlengde hiervan biedt een overzicht van de in de Duitse investeringen vervatte, uit de handelspartners afkomstige toegevoegde waarde belangrijke informatie over de mogelijke geografische spreiding van de rechtstreekse handelseffecten van een expansie van de investeringen in Duitsland. De gegevens daartoe zijn te vinden in de 'Trade in value added'-indicatoren van de OESO en het gehalte aan toegevoegde waarde wordt uitgedrukt in verhouding tot de totale toegevoegde waarde van de handelspartners waar het wordt gecreëerd.

Hieruit blijkt dat de rechtstreekse handelseffecten van de investeringen in Duitsland op de economische bedrijvigheid bij de Europese handelspartners inderdaad het grootst zouden zijn voor een aantal kleine tot middelgrote landen nabij Duitsland, zowel binnen als buiten het eurogebied, namelijk voor Tsjechië, Oostenrijk, Luxemburg, Zwitserland en Hongarije. Grosso modo lijkt de creatie van toegevoegde waarde begrepen in de Duitse investeringen relatief belangrijk te zijn voor de landen waarmee Duitsland internationale productieketens heeft uitgebouwd. De impact op de landen in het eurogebied waar de economische bedrijvigheid het meest gebaat zou zijn bij extra ondersteuning, lijkt beperkter.

Al met al blijkt dat, op dit ogenblik, een begrotings-expansie in Duitsland uit conjunctureel oogpunt geen aanbeveling verdient. Bovendien zou de bijdrage van een expansief begrotingsbeleid aan de verkleining van het lopende overschot op de Duitse betalingsbalans relatief beperkt blijven. Dit neemt echter niet weg dat gerichte overheidsinvesteringen in infrastructuur wel gunstig kunnen zijn voor de potentiële groei in Duitsland.

6. Is er nood aan een aangepast Europees beleidskader?

6.1 Een actievere rol voor het begrotingsbeleid in de beleidsmix

De basis van het Europees begrotingskader werd gelegd met het Verdrag van Maastricht en het Stabiliteits- en groeipact (SGP), dat de vereisten van het Verdrag inzake begrotingstoezicht implementeert. Het begrotingskader zorgt voor ondersteuning en coördinatie van het begrotingsbeleid van de lidstaten. Zoals reeds vermeld in hoofdstuk 1 is het voornamelijk gericht op de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en bedeeft het, bij het

stabiliseren van de conjunctuur, een beperkte rol toe aan het begrotingsbeleid via de werking van de automatische stabilisatoren. Het bestaat uit een preventief gedeelte, dat erop gericht is het ontstaan van onhoudbare begrotings-situaties te vermijden, en een corrigerend gedeelte, dat betrekking heeft op de herstelmaatregelen voor de lidstaten die in het vlak van hun overheidsfinanciën met zware problemen kampen⁽²⁾.

In dit kader rijst de vraag op welke manier het begrotingsbeleid een actievere rol kan spelen in de beleidsmix, vooral bij een zware recessie en beperkingen van het monetair beleid. Om dat te bewerkstelligen, zijn reeds een aantal aanpassingen gebeurd en worden er ook nog een aantal andere voorgesteld.

Een eerste aanpassing waardoor het begrotingsbeleid van de eurolanden meer rekening houdt met de conjuncturele situatie vond begin 2015 plaats door de introductie van een nieuwe matrix voor de bepaling van de vereiste verbetering van het structurele saldo in het preventief gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact. In de nieuwe matrix wordt er bij het bepalen van de vereiste verbetering immers (meer) rekening gehouden met de economische situatie waarbij een zwaardere inspanning wordt gevraagd indien de conjunctuur gunstig is dan wanneer ze ongunstig is. Een andere reeds uitgevoerde aanpassing heeft betrekking op de oprichting van de Europese Budgettaire Raad en de rol die deze laatste kan spelen. Die Raad werd in oktober 2015 opgericht en hij moet bijdragen aan een betere naleving van de begrotingsregels en aan een sterkere coördinatie van het nationale begrotingsbeleid. Met betrekking tot deze laatste functie dient de Europese Budgettaire Raad een oordeel te formuleren over de juiste begrotingskoers, zowel op nationaal niveau als voor het eurogebied. De EC wees in oktober 2016 de voorzitter en de vier leden aan en op 20 juni 2017 publiceerde de Raad zijn eerste rapport, met name een beoordeling van de voor het eurogebied geschikte toekomstige begrotingskoers.

Een verdere aanpassing van de regels van het Stabiliteits- en groeipact zou kunnen bestaan in een aanpassing van de manier waarop overheidsinvesteringen in aanmerking worden genomen voor een gunstiger behandeling van deze uitgaven. Deze laatste worden in het bestaande kader reeds ten dele gestimuleerd via een aantal clausules bij de toepassing van het Stabiliteits- en groeipact, maar

(1) Zie onder meer Deutsche Bundesbank (2016), *The international spillover effects of an expansion of public investment in Germany*, Monthly Report, August; Cwik, T. en V. Wieland (2010), *Keynesian government spending multipliers and spillovers in the euro area*, ECB Working Paper 1267, November; Beetsma R., M. Giuliodori en F. Klaassen (2005), *Trade spillovers of fiscal policy in the European Union: a panel analysis*, DNB Working Paper 52, August.

(2) Zie Melyn W., L. Van Meensel en S. Van Parys (2015) voor een uitgebreid overzicht van het Europees begrotingskader.

bij een eventuele hervorming van dat Pact moet ervoor worden gepleit om in het preventief gedeelte bij de bepaling van het begrotingsaldo dat in aanmerking wordt genomen, de bruto-investeringsuitgaven te vervangen door de afschrijvingen op de investeringen. Dit zou erop neerkomen dat het financieringssaldo van de overheid wordt gecorrigeerd voor de netto-investeringen. Op die manier zou een investeringsimpuls niet worden verhinderd⁽¹⁾. Dit lijkt een mogelijke manier om in de huidige context de – in tal van landen lage – overheidsinvesteringen te stimuleren. Uiteraard zou het dan moeten gaan om investeringen die het groeipotentieel daadwerkelijk ten goede komen. De basisregels van het Europees governancekader inzake overheidsfinanciën, zoals de begrotingslimiet van 3 % bbp en de schuldregel vervat in het corrigerend gedeelte van het Stabiliteits- en groeipact, zouden evenwel niet wijzigen. Op deze manier blijven de budgettaire verantwoordelijkheid en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn gehandhaafd. Voorts lijkt het raadzaam om, in navolging van de voorstellen in het rapport van de vijf presidenten, de oprichting van een Europees stabilisatiemechanisme ernstig te overwegen.

6.2 Nood aan een Europees stabilisatiemechanisme?

Gelet op de voorbije crisissen lijkt het onontbeerlijk over voldoende krachtige instrumenten te beschikken om in staat te zijn schokken op te vangen en de weerbaarheid van het eurogebied te verstevigen, zonder de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in gevaar te brengen. Zelfs voor de reeds veerkrachtige economieën, met een voldoende flexibele arbeidsmarkt en gezonde overheidsfinanciën, kan niet worden gegarandeerd dat het mogelijk is alle risico's weg te werken en alle schokken behoedzaam op te vangen. Bepaalde economische schokken kunnen immers te zwaar blijken om louter te worden verwerkt door het spel van de nationale automatische stabilisatoren en het gecentraliseerd monetair beleid.

Om de stabiliserende rol van de nationale begrotingen en het monetair beleid aan te vullen, aangezien het SGP zich toespitst op de houdbaarheidsdoelstelling, de markten zich soms irrationeel gedragen, en er een dilemma verbonden is aan de tenuitvoerlegging op nationaal vlak van een aan het hele eurogebied aangepast begrotingsbeleid, kan een Europees stabilisatiemechanisme worden overwogen⁽²⁾. Dit laatste zou kunnen worden gedefinieerd als een beleid dat erop gericht is de nationale economische cycli af te vlakken via 'automatische' en 'zekere' (dat is vooraf bekende) overdrachten tussen de lidstaten, en aldus ook de contracyclische koers van het begrotingsbeleid van het eurogebied als geheel te verbeteren.

Er bestaan concrete denksporen om een dergelijk mechanisme op te richten. Ze behelzen de creatie van gemeenschappelijke verzekeringsmechanismen en zelfs van fondsen gefinancierd door bijdragen van de lidstaten. Die fondsen zouden de positie van de landen in de economische cyclus in aanmerking nemen en zouden op zodanige wijze worden opgezet dat overdrachten automatisch worden geactiveerd bij een recessie. Daarbij lijkt het onontbeerlijk dat een eventueel mechanisme geen moral hazard noch permanente overdrachten creëert, en geen hinderpaal vormt voor noodzakelijke aanpassingen noch voor het nemen van structurele maatregelen om de diepere oorzaken van de nog in sommige landen bestaande macro-economische onevenwichtigheden te bestrijden.

Over het geheel genomen worden regelmatig drie mogelijkheden naar voren geschoven⁽³⁾:

- i) *Een Europees stelsel voor investeringsbescherming* zou de investeringen beschermen bij een verzwakking van de bedrijvigheid (die zou kunnen blijken uit een negatieve output gap), door vooraf bepaalde prioriteiten te ondersteunen, zoals de ontwikkeling van infrastructuur, investeringen in onderwijs en vaardigheden, of bepaalde overheidsinvesteringen die soms een van de eerste posten van de nationale begrotingen zijn waarop wordt bespaard.
- ii) *Een Europees herverzekeringstelsel voor werkloosheid*, dat, in tegenstelling tot de fondsen die de output gap als referentievareabele zouden hanteren, zou gebaseerd zijn op het werkloosheidspeil (wat direct waarneembaar is). Gelet op de heterogeniteit van de nationale arbeidsmarktinstuties en de initiële werkloosheidsniveaus zouden die mechanismen de nationale werkloosheidsuitkeringen moeten aanvullen.
- iii) *Een 'Rainy day fund'* zou regelmatig bijdragen kunnen accumuleren. De uitbetalingen uit het fonds zouden op discretionaire basis plaatsvinden in het geval van schokken. Niettemin zouden de desbetreffende stortingen normaliter beperkt blijven tot de geaccumuleerde inbreng. De capaciteit van dit fonds zou dus te gering kunnen zijn bij een omvangrijke schok.

(1) Zie Melyn W., R. Schoonackers, P. Stinglhamber en L. Van Meensel (2016).

(2) In het algemeen moet een dergelijk solidariteitsmechanisme ook noodzakelijk samengaan met een vermindering van risico's, namelijk met begrotingsdiscipline en een convergentie van het nationaal beleid naar best practices. Er bestaan nog andere aanvullende kanalen, maar deze zijn ofwel nog niet volledig ontwikkeld (kapitaalmarktunie), ofwel gevoelig voor de impact van een crisis (zoals is gebleken uit het opdrogen van het kanaal van het bankkrediet in bepaalde landen en de fragmentatie die de monetairbeleidstransmissie in het verleden heeft belemmerd).

(3) Met name door de EC in haar discussienota over de verdieping van de EMU (31 mei 2017): https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_nl.pdf

Conclusies

Een belangrijke les die uit de financiële en economische crisis kan worden getrokken, is dat de diverse beleidsinstrumenten, in het bijzonder het monetair en het begrotingsbeleid, complementair moeten werken om de beoogde resultaten te bereiken. Zo is een actief begrotingsbeleid nuttig, vooral bij een zware recessie of bij beperkingen inzake monetair beleid.

Vanuit die inzichten is nagegaan welk begrotingsbeleid optimaal zou zijn. Het begrotingsbeleid dat in sommige landen van het eurogebied alsook in het eurogebied als geheel tijdens de crisisjaren 2012 en 2013 werd gevoerd, kan duidelijk als té restrictief worden bestempeld. In de daaropvolgende periode tot op vandaag werd in het eurogebied als geheel een veeleer neutraal beleid gevoerd, wat adequaat was. Voor 2018 verdient voor de meeste landen van het eurogebied echter een

veeleer restrictief begrotingsbeleid aanbeveling, gelet op de aantrekkende conjunctuur, het sluiten van de output gaps en de noodzaak om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te waarborgen.

Duitsland beschikt over een zekere budgettaire marge, maar een begrotingsexpansie is er op dit ogenblik uit het oogpunt van de conjunctuur niet wenselijk en de impact ervan op de landen van het eurogebied waar de economische bedrijvigheid het meest gebaat zou zijn bij extra ondersteuning zou beperkt zijn. Gerichte overheidsinvesteringen in infrastructuur zijn er wel zinvol ter versterking van het groeipotentieel.

Ten slotte lijkt een Europees stabilisatiemechanisme onder bepaalde voorwaarden te overwegen om ervoor te zorgen dat het optimale begrotingsbeleid in het eurogebied als geheel, waarbij enkel de stabilisatie-doelstelling relevant is, zou stroken met het optimale beleid in de individuele landen.

Bibliografie

- Ademmer E., C. Boeing-Reicher, J. Boysen-Hogrefe, K.-J. Gern en U. Stolzenburg (2016), *Euro-area fiscal stance: definition, implementation and democratic legitimacy*, Provided at the request of the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, July.
- Akerlof G. en R. Shiller (2009), *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters For Global Capitalism*, Princeton University Press, Princeton.
- Attinasi M-G., M. Lalik en I. Vetlov (2017), *Fiscal spillovers in the euro area, a model-based analysis*, ECB, Working Paper Series 2040, March.
- Aucremanne L. en S. Ide (2010), 'Lessen uit de crisis: monetair beleid en financiële stabiliteit', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 7-21.
- Auerbach A. en M. Obstfeld (2003), *The case for open-market purchases in a liquidity trap*, NBER, Working paper 9814, July.
- Auerbach A. en Y. Gorodnichenko (2012), 'Fiscal multipliers in recession and expansion', in Alesina A. en F. Giavazzi (eds.), *Fiscal policy after the financial crisis*, Chicago, University of Chicago press, 63-98.
- Banco de España (2017), 'Spillover effects of national fiscal policy in the euro area', *Annual report 2016*, Box 4.1.
- Bankowski K. en M. Ferdinandusse (2017), *Euro area fiscal stance*, ECB, Occasional Paper Series 182, January.
- Beetsma R., M. Giuliadori en F. Klaassen (2005), *Trade spillovers of fiscal policy in the European Union: a panel analysis*, DNB Working Paper 52, August.
- Belke A. en T. Osowski (2016), *Measuring fiscal spillovers in EMU and beyond: a Global VAR approach*, CEPS Working Document 428, December.
- Bénassy-Quéré A. en J. Cimadomo (2006), *Changing patterns of domestic and cross-border fiscal policy multipliers in Europe and the US*, CEPII Working Papers, 2006-24.
- Bénassy-Quéré, A., X. Ragot en G. Wolff (2016), *Which fiscal union for the Euro area?*, Bruegel Policy Contribution 2016/05, February.
- Bénassy-Quéré A. (2016), *Euro-area fiscal stance: definition, implementation and democratic legitimacy*, Provided at the request of the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, July.
- Bernanke B. (2004), *The Great Moderation, Remarks at the meetings of the Eastern Economic Association*, Washington DC, 20 February.
- Bernanke B., M. Gertler en S. Gilchrist (1996), 'The Financial Accelerator and the Flight to Quality', *The Review of Economics and Statistics*, Symposium on Developments in Business Cycles Research, Vol. 78, n°1, February, 1-15.
- Blanchard O. en J. Gali (2007), 'Real Rigidities and the New Keynesian Model', *Journal of Money, Credit and Banking*, Proceedings of the Conference on Quantitative Evidence on Price Determination, 35-66, February.
- Blanchard O., G. Dell'Ariccia en P. Mauro (2010), 'Rethinking macroeconomic policy', *Journal of Money, Credit and Banking*, 42, 199-215.
- Blanchard O., C.J. Erceg en J. Lindé (2015), *Jump starting the euro area recovery: would a rise in core fiscal spending help the periphery?*, NBER, Working Paper 21426, July.

- BNP Paribas (2017), 'Allemagne, les infrastructures menacées', *Eco Week*, 24 février.
- Boeckx J., N. Cordemans en M. Dossche (2013), 'Oorzaken en implicaties van een lage risicoloze rente', NBB, *Economisch tijdschrift*, september, 65-92.
- Boeckx J. en N. Cordemans (2017), 'Monetary Policy in the wake of the Great Recession, Reflets et perspectives de la vie économique', *De Boeck Supérieur*, Tome LVI, 61-78.
- Boeckx J. en M. Deroose (2016), 'Monetair en begrotingsbeleid in het eurogebied: onafhankelijk maar toch verbonden', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 7-26.
- Botev J., J. Fournier en A. Mourougane (2016), *A Re-assessment of Fiscal Space in OECD Countries*, OECD Economics Department Working Papers 1352, November.
- Buti M. (2016), 'What future for rules-based fiscal policy?', in *Progress and confusion – The State of macroeconomic policy*, edited by Blanchard O., R. Rajan, K. Rogoff and L. H. Summers, The MIT press, Cambridge, Massachusetts, 183-195.
- Capital Economics (2017), *German investment set for strong growth*, European Economics Update, 20 September.
- Cordemans N., M. Deroose, M. Kasongo Kashama en A. Stevens (2016), 'Het abc van de kwantitatieve versoepeling of een inleiding over de aankopen van activa door centrale banken', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni, 31-45.
- Cwik T. en V. Wieland (2010), *Keynesian government spending multipliers and spillovers in the Euro area*, ECB, Working Paper Series 1267, November.
- Dahl J. en M. Góralczyk (2017), *Recent supply and demand developments in the German housing market*, European Economy Economic Brief 025, May.
- De Backer B. en J. Wauters (2017), 'De cyclische en structurele determinanten van de lagerenteomgeving', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 75-94.
- De Grauwe P. (2013), *Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed?*, LEQS Paper 57, February.
- de Jong J., M. Ferdinandusse, J. Funda en I. Vetlov (2017), *The effect of public investment in Europe: a model-based assessment*, ECB, Working Paper Series 2021, February.
- Deutsche Bank (2017), *Focus Germany*, 6 April.
- Deutsche Bundesbank (2011), *Germany's external position against the background of increasing economic policy surveillance*, Monthly Report, October.
- Deutsche Bundesbank (2016), *The international spillover effects of an expansion of public investment in Germany*, Monthly Report, August.
- Draghi M. (2014), *Unemployment in the Euro Area*. Address at the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole Symposium, August 22.
- Dullien S. (2012), *A European unemployment insurance as a stabilization device – selected issues*, paper prepared for the Seminar 'EU level economic stabilisers', European Commission, Directorate-General Employment, Social Affairs & Inclusion.
- EC (2014a), *Cross-border spillovers in the euro area*, Quarterly Report on the Euro Area, 13(4), 7-22.

- EC (2014b), *Macroeconomic imbalances Germany 2014*, European Economy, Occasional Papers 174, March.
- EC (2015), *Report on Public Finances in EMU 2015*, Institutional Paper 14, December.
- EC (2016a), *The 2016 Stability and Convergence Programmes, An Overview and Implications for the Euro Area Fiscal Stance*, Institutional Paper 34, September.
- EC (2016b), *Towards a positive fiscal stance for the euro area*, Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, 16 November.
- EC (2016c), *The policy mix, when monetary policy is constrained at the zero lower bound*, Quarterly Report on the Euro Area, 15(3), 19-28.
- EC (2016d), *Report on Public Finances in EMU 2016*, Institutional Paper 45, December.
- EC (2016e), *Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes*, 5 July.
- EC (2017a), *Vade Mecum on the Stability and Growth Pact, 2017 Edition*, Institutional Paper 052, March.
- EC (2017b), *The euro area fiscal stance and the policy mix: challenges and trade-offs*, Presentation at EIU, 2 March.
- EC (2017c), *An Overview of the 2017 Stability and Convergence Programmes and an Assessment of the Euro Area Fiscal Stance for 2018*, Institutional Paper 059, July.
- EC (2017d), *Country Report Germany 2017 Including an In-Depth Review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances*, staff working document, SWD(2017) 71 final, 22 February.
- EC (2017e), *Discussienota over de verdieping van de economische en monetaire unie*, Com (2017) 291, 31 mei.
- ECB (2012), 'The role of fiscal multipliers in the current consolidation debate', *Monthly Bulletin*, December, 82-85.
- ECB (2016a), 'The euro area fiscal stance', *Economic Bulletin*, Issue 4, 68-67.
- ECB (2016b), 'Public investment in Europe', *Economic Bulletin*, Issue 2, 1-14.
- ECB (2017), 'The impact of global value chain participation on current account balances', *Economic Bulletin*, Issue 2.
- Eggertsson G. en M. Woodford. (2004), *Optimal Monetary and Fiscal Policy in a Liquidity Trap*, NBER, Working Paper 10840.
- European Fiscal Board (2017), *Assessment of the prospective fiscal stance appropriate for the euro area*, 20 June.
- European Parliament (2017), *The euro area fiscal stance*, Briefing, 23 January.
- Europese Raad (2017), *Aanbeveling van de Raad over het economisch beleid van de Eurozone*, 21 maart.
- Eyraud L., V. Gaspar en T. Poghosyan (2017), *Fiscal Politics in the Euro Area*, IMF Working Paper WP/17/18, January.
- Fatas A. en L.H. Summers (2016), *The permanent effects of fiscal consolidations*, NBER, Working Paper 22374.
- Feldstein (2016), 'The future of fiscal policy, in Progress and confusion – The State of macroeconomic policy', edited by Blanchard O., R. Rajan, K. Rogoff and L. H. Summers, The MIT press, Cambridge, Massachusetts, 177-181.

- Fisher, I. (1933), 'The Debt-Deflation Theory of Great Depressions', *Econometrica*, Vol. 4, 337-357.
- Giavazzi F. (2016), *Euro-area fiscal stance: definition, implementation and democratic legitimacy*, Provided at the request of the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, September.
- Hebous S. en T. Zimmerman (2013), 'Estimating the effects of coordinated fiscal actions in the euro area', *European Economic Review*, vol. 58, 110-121.
- Herzer D. en M. Schrooten (2007), 'Outward FDI and domestic investment in two industrialized countries', *Economic Letters*, 99(1), 139-143.
- IMF (2013), *Multi-country report, German-Central European supply chain-cluster report*, IMF Country Report 13/263, August.
- IMF (2015), *Monetary Policy and financial stability*, Staff policy report, August.
- IMF (2016), *Euro area policies*, Staff Report for the 2016 Article IV Consultation with Member Countries, July.
- IMF (2017a), *Euro area policies*, Staff Report for the 2017 Article IV Consultation with Member Countries, July.
- IMF (2017b), *The Euro Zone: What's Next*, Speech by Poul Thomsen, Director of the European Department, 28 September.
- IMF (2017c), *2017 External Sector Report*, Policy Paper, July.
- IMF (2017d), *Germany 2017 Article IV consultation – Staff report*, IMF Country Report 17/192, July.
- IMF (2017e), *Germany, Selected issues*, IMF Country Report 17/193, July.
- IMF (2017f), *World Economic Outlook*, October.
- In't Veld J. (2013), *Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core*, European Economy Economic Papers 506, October.
- in't Veld J. (2016), *Public Investment Stimulus in Surplus Countries and their Euro Area Spillovers*, European Commission Economic Brief 016, August.
- Juncker J.-C. (2017), *Discours sur l'état de l'Union 2017*, discours donné devant le Parlement européen à Strasbourg, 13 septembre.
- Keynes J.-M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London.
- Kolerus C., I. Koske en F. Hüfner (2012), *Selected aspects of household savings in Germany, evidence from micro-data*, OECD Economics Department Working Papers 999, November.
- Kollmann R., M. Ratto, W. Roeger, J. in 't Veld en L. Vogel (2014), *What drives the German current account? And how does it affect other EU member states?*, European Economy, Economic Papers 516, April.
- Melyn W., L. Van Meensel en S. Van Parys (2015), 'Europees governancekader inzake overheidsfinanciën: toelichting en evaluatie', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 81-108.
- Melyn W., R. Schoonackers, P. Stinglhamber en L. Van Meensel (2016), 'Moeten de overheidsinvesteringen worden gestimuleerd?', NBB, *Economisch Tijdschrift*, september, 105-121.

- Melyn W., L. Van Meensel en S. Van Parys (2016), 'De houdbaarheid van de overheidsfinanciën in het licht van de vergrijzing', NBB, *Economisch Tijdschrift*, december, 95-112.
- Mourre G., C. Astarita en S. Prince (2014), *Adjusting the budget balance for the business cycle: the EU methodology*, European Commission, Economic Papers 536, November.
- National Institute of Economic Research (NIEER) (2008), *The NIEER's Conceptual Framework for Fiscal policy*, Occasional Studies 16, March.
- OECD (2016), *Making public finances more growth and equity-friendly*, OECD Economic Surveys: Euro Area, June.
- OECD (2017a), *Economic Outlook*, May.
- OECD (2017b), *Germany Economic forecast summary*, June.
- Orphanides A. (2017), *The Fiscal-Monetary Policy Mix in the Euro Area: Challenges at the Zero Lower Bound*, European Commission, Discussion paper 060, July.
- Poghosyan T. (2017), *Cross-country spillovers of fiscal consolidations in the Euro area*, IMF Working Paper WP/17/140.
- Raad van de EU (2017), *Aanbeveling van de Raad van 11 juli 2017 over het nationale hervormingsprogramma 2017 van Duitsland en met een advies van de Raad over het stabiliteitsprogramma 2017 van Duitsland (2017/C 261/05)*, Publicatieblad van de Europese Unie, C261/18, 9 augustus.
- Taylor J. (1993), 'Discretion Versus Policy Rules in Practice', *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214.
- Turrini A. (2008), *Fiscal policy and the cycle in the Euro Area: the role of government revenue and expenditure*, European Commission, Economic papers 323, May.
- Viñals J. (2016), 'Monetary policy in the future – Introduction to the monetary policy section', in *Progress and confusion – The State of macroeconomic policy*, edited by Blanchard O., R. Rajan, K. Rogoff and L. H. Summers, The MIT press, Cambridge, Massachusetts, 121-127.