

Sterkere coördinatie rond macro-economische onevenwichtigheden in het eurogebied

De Europese schuldencrisis toont aan dat er voor het goed functioneren van de EMU meer coördinatie nodig is op het gebied van macro-economische onevenwichtigheden, zoals de sterk toegenomen tekorten en overschotten op de lopende rekening van lidstaten. De Europese Commissie heeft hiervoor recent enkele voorstellen gedaan, die momenteel verder worden uitgewerkt samen met de Van Rompuy Taskforce. DNB vindt het belangrijk om onevenwichtigheden vroegtijdig te signaleren via een beperkt aantal indicatoren met eenvoudige signaalwaarden. Ook zijn effectieve procedures nodig die landen desnoods met sancties aanzetten tot actie. De coördinatie zou zich vooral moeten richten op de landen met grote tekorten op de lopende rekening.

De noodzaak van meer coördinatie

De financiële crisis en de Europese schuldencrisis tonen het gevaar aan van grote macro-economische onevenwichtigheden in het eurogebied. Een uiting van deze onevenwichtigheden zijn tekorten en overschotten op de lopende rekening die zich sinds de start van de EMU ontwikkelden, en die groter en hardnekkiger bleken dan vaak verwacht (grafiek 1). In 2007 stonden grote overschotten in Duitsland, Nederland en Luxemburg tegenover grote tekorten in Portugal, Spanje, Griekenland, en in mindere mate Ierland, Frankrijk en Italië (grafiek 2). In deze periode deed zich buiten het eurogebied overigens een vergelijkbare ontwikkeling voor (Kwartaalbericht september 2009).

De onevenwichtigheden werden wel gesignaleerd, maar onvoldoende aangepakt. Het idee leefde dat tekorten en overschotten op de lopende rekening binnen de monetaire unie vooral relevant waren voor landen zelf, met hoogstens kleine gevolgen voor het eurogebied als geheel. Tijdens de kredietcrisis bleken echter vooral de landen met grote tekorten op de lopende rekening zeer kwetsbaar. Zo kampten ze gemiddeld met een veel grotere budgettaire verslechtering dan andere lidstaten. Dit droeg bij aan het ontstaan van de schuldencrisis, die het hele eurogebied raakt. Voor het goed functioneren van de EMU is dus een betere coördinatie nodig rond macro-economische onevenwichtigheden. De Europese Commissie heeft recent een voorstel gedaan in haar communicaties over de beleidscoördinatie in de EMU. Met

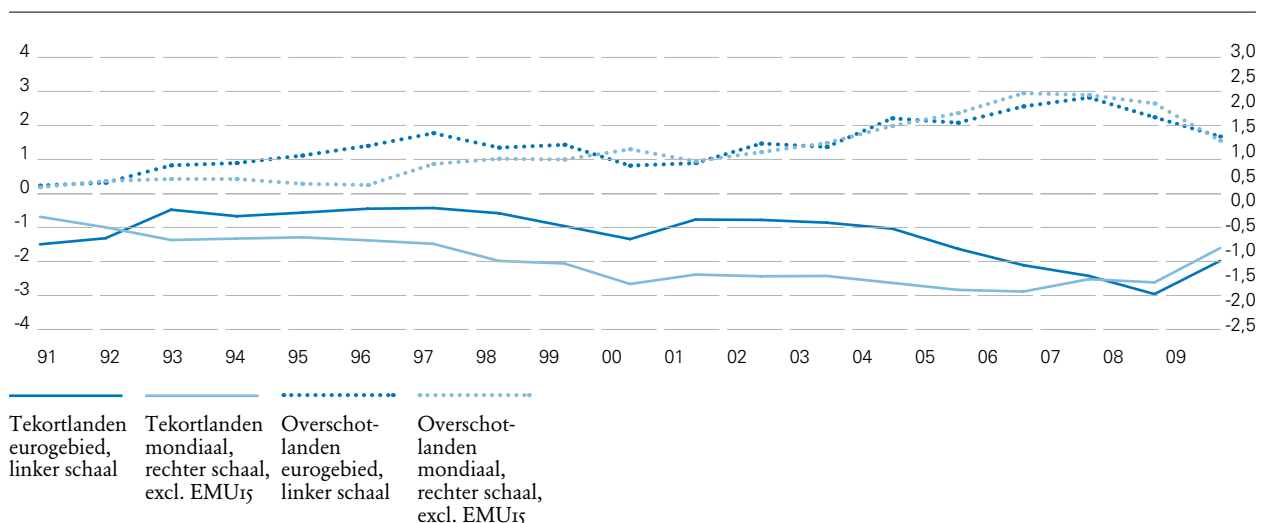
een raamwerk van indicatoren en signaalwaarden moeten de onevenwichtigheden eerder worden opgemerkt. In een formele procedure kan de Raad van Ministers vervolgens lidstaten vragen om het probleem tegen te gaan, en bij onvoldoende actie kan een officiële waarschuwing volgen. De voorstellen worden momenteel concreter uitgewerkt samen met een Taskforce onder leiding van de Europese Raadsvoorzitter Van Rompuy. Dit artikel behandelt de oorzaken en gevolgen van de onevenwichtigheden, en geeft de visie van DNB op de voorstellen tot coördinatie.

Oorzaken onevenwichtigheden eurogebied

De grote tekorten en overschotten op de lopende rekening binnen het eurogebied hebben meerdere oorzaken. Een eerste oorzaak zijn financiële onevenwichtigheden, in de vorm van de groei van kredietverlening en huizenprijzen. In Griekenland, Ierland en Spanje stegen huizenprijzen tussen 2000 en 2007 met meer dan 10% per jaar, terwijl de stijging in Duitsland en Oostenrijk miniem was (zie grafiek 2). Deze verschillen droegen via hun effect op de groei van de binnenlandse vraag bij aan de onevenwichtigheden op de betalingsbalans. De huizenprijzen en kredietverlening in Ierland, Spanje en Griekenland stegen mede omdat de kapitaalmarktrente daalde in aanloop naar de EMU-toetreding. Ook de snelle economische convergentie en de daarmee samenhangende instroom van kapitaal speelden

Grafiek 1 Ontwikkeling tekort en overschotten op de lopende rekening

Percentage van het bbp eurogebied resp. wereld



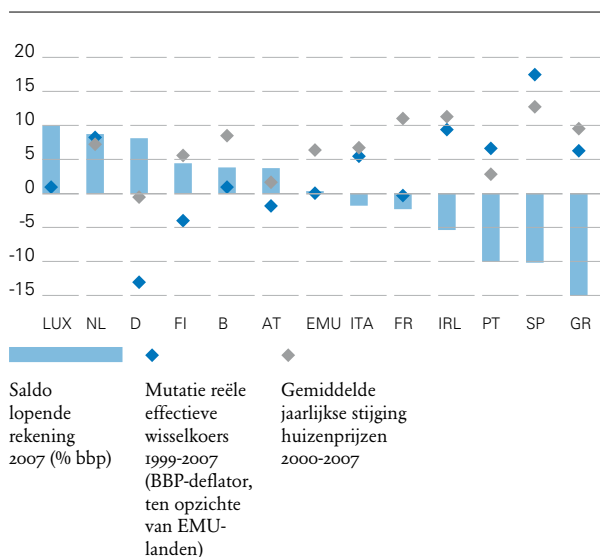
Bron: IMF.

een rol. Deze landen kenden bovendien langdurig een hogere inflatie dan het eurogebied als geheel, wat de reële kapitaalmarktrentes in deze landen langdurig heeft gedrukt. Ten slotte was het mondiale klimaat van lage rentes, hoge liquiditeitsgroei en financiële innovatie van grote invloed.

Een tweede oorzaak is de grote divergentie van concurrentieposities, door hardnekkige verschillen in inflatie en loongroei. Waar Duitsland tussen 1999 en 2007 een verbetering van de concurrentiepositie kende, lieten Portugal, Ierland, Italië, Griekenland en Spanje een grote verslechtering zien (zie grafiek 2). Dit beïnvloedde de exportprestaties, al speelden de groei van afzetmarkten en niet-prijzgerelateerde factoren als productkwaliteit ook een rol. De grote verslechtering van de concurrentiepositie hield verband met een trage of doorschietende aanpassing van lonen en prijzen, als gevolg van structurele rigiditeiten op arbeids- en productmarkten. Loonstijgingen liepen zo uit de pas met de groei van de arbeidsproductiviteit, die vooral in Italië, Portugal en Spanje sterk daalde. Overigens vormt Nederland een opvallende uitzondering: ondanks een verslechterde concurrentiepositie en snelgroeiende huizenprijzen verbeterde het saldo op de lopende rekening tot een overschot van 8,5% bbp in 2007.

Grafiek 2 Overzicht onevenwichtigheden eurogebied

In procenten

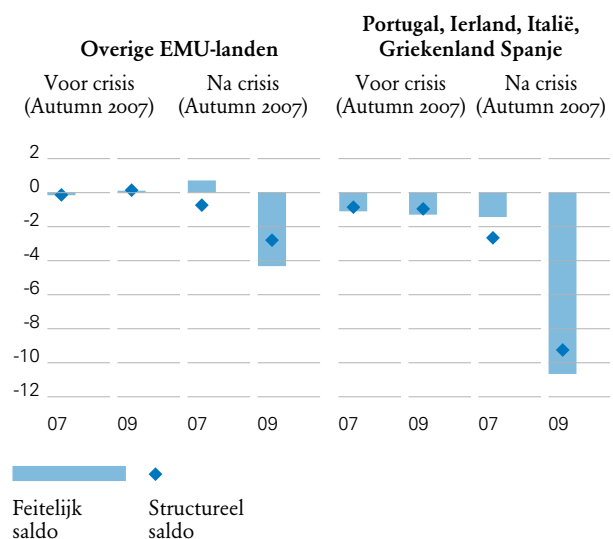


Bron: Europese Commissie (2010).

Gevolgen groter dan gedacht, ook voor andere lidstaten

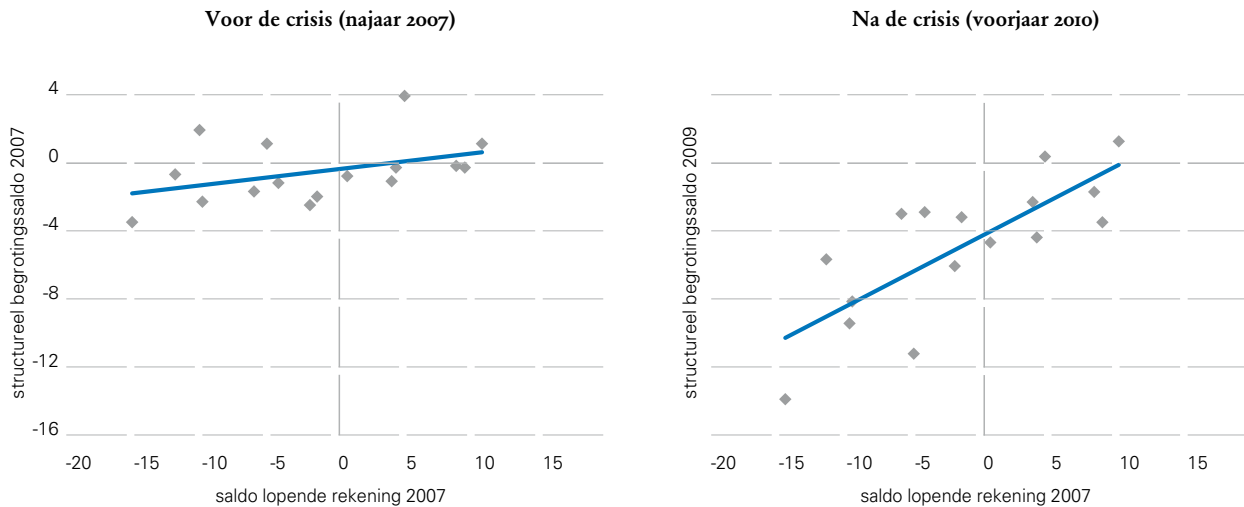
De landen met grote tekorten op de lopende rekening werden relatief hard geraakt door de financiële crisis, ten eerste via de economische groei. Het barsten van de zeepbel op de Spaanse en Ierse huizenmarkt leidde tot een zeer sterke neergang en een traag herstel. Daarnaast zijn de meeste tekortlanden door structurele rigiditeiten te weinig flexibel om de schok op te vangen. Ook is het structurele groeivermogen van deze landen door de verslechterde concurrentiepositie aangetast, terwijl de groei de komende jaren ook gedrukt wordt door de pijnlijke loonmatiging die nodig is om de concurrentiepositie weer te verbeteren. De tekortlanden werden ook hard geraakt via de overheidsfinanciën. Hoewel de budgettaire situatie in alle lidstaten verslechterd is, was de verslechtering veel groter in de landen met tekorten op de lopende rekening (grafiek 3). Hierbij spelen de sterke neergang en de magere groeivoorzichten een rol. Tevens was er in sommige van deze landen forse overheidssteun nodig voor de financiële sector. Verder waren de belastinginkomsten tijdens de hoogconjunctuur uitzonderlijk hoog, door tijdelijke meevallers in de vennootschapsbelasting en belasting op onroerend goed. In Griekenland speelde natuurlijk ook de grote herziening van de cijfers een belangrijke rol. Overigens was deze budgettaire kwetsbaarheid van tevoren nau-

Grafiek 3 Gemiddelde budgettaire verslechtering van twee groepen EMU-landen



Bron: Economic Forecasts Europese Commissie.

Grafiek 4 Samenhang saldo lopende rekening en structureel begrotingssaldo



Bron: Economic Forecasts Europese Commissie.

welijks zichtbaar in gangbare indicatoren als het voor conjunctuur geschoonde begrotingssaldo. Voor de crisis hield dit saldo nauwelijks verband met het saldo op de lopende rekening, maar na de crisis bleek er wel degelijk een sterke samenhang (grafiek 4).

De invloed op de andere EMU-lidstaten blijkt ook aanzienlijk groter dan gedacht. De hardnekkig lage groei in tekortlanden beïnvloedt immers de groei en inflatie in het hele eurogebied. Dit heeft effect op het monetaire beleid van de ECB, dat zo minder passend wordt voor andere lidstaten. Daarnaast hebben de budgettaire problemen in tekortlanden geleid tot de Europese schulden crisis, mede door *spillovers* via financiële markten en de bancaire sector. De problemen rond de Griekse staatsobligaties verspreidden zich snel naar landen als Spanje, Portugal en Ierland. Bovendien hebben veel Europese banken door de financiële integratie staatsobligaties en andere activa uit tekortlanden op hun balans. Er dreigen dus verliezen voor banken uit alle EMU-landen, waardoor nieuwe onrust is ontstaan op de interbancaire geldmarkt van het eurogebied. Het Europese reddingspakket dat begin mei is vastgesteld om de onrust te verminderen, heeft eveneens gevolgen voor alle EMU-landen.

Sterkere coördinatie binnen het eurogebied: een analytisch raamwerk

Bij een betere coördinatie is essentieel dat de onevenwichtigheden vroegtijdig gesignaleerd worden. Dit is

niet eenvoudig, want niet alle divergenties binnen de EMU zijn direct schadelijk. Zo kan de concurrentiepositie ook veranderen door een gezonde aanpassing aan landspecifieke schokken. Om goedaardige en kwaadaardige ontwikkelingen van elkaar te onderscheiden, is een goed analytisch raamwerk nodig. Zoals de Commissie voorstelt, moet dit signaalwaarden bevatten voor belangrijke indicatoren. Als de signaalwaarden worden overschreden, duidt dit op een risico van onevenwichtigheden.

Bij de concrete invulling van het raamwerk moet ten eerste worden bekeken hoeveel en welke indicatoren worden gebruikt. Hier ligt een duidelijke afruil tussen nuance en effectiviteit. Enerzijds is een genuanceerd onderscheid tussen goede en slechte ontwikkelingen alleen mogelijk door meerdere indicatoren te analyseren. Anderzijds staan te veel indicatoren een effectieve signalering in de weg, omdat dan minder eenduidig is vast te stellen wanneer een land in de gevarenzone zit. Daarom lijkt het gebruik van slechts een beperkt aantal indicatoren essentieel, zoals ook de ECB aangeeft in haar visie op de beleidscoördinatie binnen de EMU. Naast het saldo op de lopende rekening en de reële effectieve wisselkoers zijn de loonkosten per eenheid product een kandidaat. Omdat binnen de EMU financiële onevenwichtigheden belangrijk bleken te zijn, zouden ook de groei van de kredietverlening of de huizenprijzen kunnen worden meegenomen.

Ten tweede moeten voor deze indicatoren signaalwaarden worden vastgesteld. Hierbij is van groot belang dat deze eenvoudig te berekenen zijn, en niet te veel

technische analyse of interpretatie vragen. Dit helpt langdurige discussies en ineffectieve besluitvorming te voorkomen.

Procedurele aanscherping van de beleidscoördinatie

De nieuwe coördinatieprocedure moet lidstaten sterker aansporen om onevenwichtigheden vroegtijdig tegen te gaan. Scherpe en concrete beleidsaanbevelingen en een goede opvolging hiervan zijn cruciaal. De Commissie stelt voor dat zij nader onderzoek doet als signaalwaarden wijzen op onevenwichtigheden. Op basis hiervan kan de Raad van Ministers van Financiën (de Ecofin) de lidstaat vragen om de onevenwichtigheden te corrigeren, in het preventieve deel van de procedure. Als de situatie ernstig is of onvoldoende verbetert, komt een land in het correctieve deel van de procedure, waarbij het regelmatig moet rapporteren. De Raad kan meer formele beleidsaanbevelingen doen en daarnaast een officiële waarschuwing geven. Deze sterkere *peer pressure* kan effect hebben, ook omdat landen door de crisis het gevaar van onevenwichtigheden waarschijnlijk beter onderkennen. Toch blijft belangrijk dat lidstaten zo weinig mogelijk ruimte krijgen om pijnlijke maatregelen uit te stellen of aanbevelingen naast zich neer te leggen. Bij de verdere invulling van de procedure moet daarom nadrukkelijk worden gedacht aan aspecten die landen verder kunnen aanzetten tot actie, zoals onderzoeksmissies door de Commissie, openbare rapporten en vooral formele sancties.

De procedure mag niet leiden tot te veel bureaucratie. Enige toename is onvermijdelijk bij meer coördinatie, maar te veel stroperigheid maakt het proces minder effectief. De Commissie wil het toezicht op onevenwichtigheden samen nemen met toezicht op structurele hervormingen uit het raamwerk van Europa 2020. Het risico is dat in vergaderingen te veel doelstellingen tegelijk worden bekeken, waardoor de urgentie en slagkracht om onevenwichtigheden aan te pakken verminderen. Bij de toepassing van de procedure kan de Commissie verder de analyses en aanbevelingen meewegen van de nog op te richten European Systemic Risk Board (ESRB). Deze zal relevante expertise opbouwen op het gebied van macro-economische en vooral financiële onevenwichtigheden. Wel moeten werkafspraken worden gemaakt om doublures te voorkomen.

Een belangrijke vraag is of de procedure alleen moet gelden voor landen met tekorten, of dat ook overschotlanden als Duitsland en Nederland aanbevelingen moe-

ten krijgen. DNB is geen voorstander van een symmetrische toepassing. De grootste risico's en de grootste aanpassingslast liggen bij landen met grote tekorten op de lopende rekening. Landen met goede *fundamentals* en overschotten moeten meer vrijheid houden. Overschotlanden kunnen wel de binnenlandse vraag op lange termijn stimuleren met hervormingen als de liberalisering van de dienstensector. Maar ze mogen niet worden aangezet tot meer macro-economische stimulering of tot een aanpassing van hun concurrentiepositie via hogere lonen en prijzen. Dit zou de concurrentiepositie van het eurogebied ten opzichte van de rest van de wereld aantasten. Bovendien zouden landen met een goed beleid zich dan moeten aanpassen aan landen met minder discipline.

Tot slot

Betere coördinatie rond macro-economische onevenwichtigheden is nodig voor het goed functioneren van de EMU. Dit vraagt om vroegtijdige signalering via een helder en eenvoudig raamwerk, en om effectieve procedures die landen desnoods met sancties aanzetten tot actie. Tegelijk is verdere vermindering van de bestaande onevenwichtigheden hard nodig. De tekortlanden moeten via lagere inflatie en loongroei hun concurrentiepositie verbeteren, via structurele hervormingen hun groeivermogen versterken en via bezuinigingen hun publieke financiën op orde brengen. Dat zal niet eenvoudig zijn, maar dat maakt het niet minder nodig.

Literatuur

Europese Commissie, *Reinforcing economic policy coordination*, 12 mei 2010,

http://ec.europa.eu/economy_finance/index_en.htm

Europese Commissie, *Enhancing economic policy coordination for stability, growth and jobs*, 30 juni 2010,

http://ec.europa.eu/economy_finance/index_en.htm

Europese Centrale Bank, *Reinforcing economic governance in the euro area*, 17 juni 2010, www.ecb.int