



Een budgettaire stabilisatiefunctie

Het debat over de macro-economische stabilisatie in de eurozone richt zich op de invoering van een schokfonds.

Zo'n fonds kan de welvaart verhogen.

Er is geen bewijs dat zo'n fonds noodzakelijk is voor het voortbestaan van de euro.

Een Europees fonds keert, of leent, geld uit om de economie van een lidstaat te stimuleren bij een economische schok.

Het fonds keert uit als de werkloosheid in een land flink stijgt. Economische schokken komen in de eurozone vaak voor, vooral in tijden van crisis.

Een schokfonds gebaseerd op leningen voegt weinig toe ten opzichte van leningen op de markt.

Een fonds met grotere uitkeringen bij zeldzame, extreme gebeurtenissen heeft een grotere toegevoegde waarde

Samenvatting

Landspecifieke schokken komen frequent voor in de eurozone en zijn substantieel qua omvang.

Dergelijke schokken kunnen lidstaten logischerwijs opvangen via begrotingsbeleid, mits ze voldoende ruimte hebben. Daarnaast kan ook internationale risicodeling via grensoverschrijdend kapitaalbezit, grensoverschrijdende kredietverlening, of begrotingsoverdrachten tussen lidstaten de impact van deze schokken verzachten. Door het toetreden tot de eurozone zijn voor lidstaten de aanpassingsmechanismen via wisselkoers en eigen monetair beleid niet meer beschikbaar.

In de eurozone wordt slechts 25% van de landspecifieke schokken onderling gedempt, terwijl in de Verenigde Staten ruim 60% van de staatspecifieke schokken wordt gedempt. In de eurozone vindt de meeste risicodeling via het kredietverleningskanaal plaats. In de Verenigde Staten vindt de meeste absorptie plaats via staatsgrensoverschrijdend kapitaalbezit. In de VS is daarnaast een zekere bijdrage via fiscale overdrachten, terwijl begrotingsoverdrachten tussen lidstaten in de eurozone nauwelijks een bijdrage leveren aan het dempen van landspecifieke schokken. Opvallend genoeg richt het debat over de macro-economische stabilisatie in het kader van de toekomst van de eurozone zich vooral op de invoering van een budgettaire stabilisatiefunctie. Met een budgettaire stabilisatiefunctie wordt een fonds bedoeld waaruit geld kan worden uitgekeerd of geleend om de economie van een lidstaat met een landspecifieke schok te stimuleren.

Er is geen bewijs dat een budgettaire stabilisatiefunctie noodzakelijk is voor het voortbestaan van de euro. Er zijn drie alternatieven om schokken op te vangen in de eurozone. Ten eerste kan de eurozone de schokabsorptie vergroten door de bankenunie en de kapitaalmarktunie te vervolmaken, zodat er meer schokabsorptie kan plaatsvinden via grensoverschrijdend kapitaalbezit. Ten tweede kan nationaal begrotingsbeleid veel schokken opvangen en kunnen overheden in bijzondere tijden een beroep doen op de uitzonderingsclausules van de Europese begrotingsregels. Ten derde is er voor lidstaten die toegang tot de financiële markten verliezen als gevolg van te hoge overheidsschuld, het Europees Stabiliteitsmechanisme, het permanente financiële noodfonds dat leningen verstrekt aan lidstaten van de Europese Unie.

Hoewel geen noodzaak, kan een budgettaire stabilisatiefunctie de welvaart verhogen. Een budgettaire stabilisatiefunctie kan een verzekering zijn tegen grote landspecifieke schokken. Een verzekering tegen grote onvoorziene schokken kan de welvaart verhogen, al blijft de vormgeving lastig. De keuze voor leningen of uitkeringen bepaalt zowel de mate van moreel gevaar (in termen van niet implementeren van structurele hervormingen) als de toegevoegde waarde van een budgettaire stabilisatiefunctie.

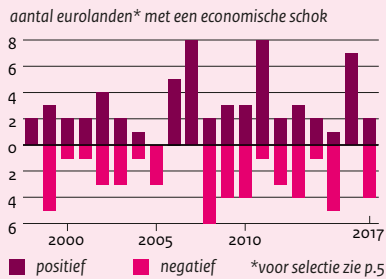
Een stabilisatiefunctie gebaseerd op leningen voegt weinig toe ten opzichte van leningen op de markt. Voor een lidstaat met toegang tot de financiële markten is een lening uit de stabilisatiefunctie niet nodig. Wanneer een lidstaat de markttoegang dreigt te verliezen, kan een stabilisatiefunctie met leningen de mogelijkheid om te lenen slechts beperkt verlengen. Een budgettaire stabilisatiefunctie met uitkeringen heeft een grotere toegevoegde waarde, maar ligt politiek gevoeliger. Een stabilisatiefunctie met grotere uitkeringen bij zeldzame, extreme gebeurtenissen lijkt vanuit verzekeringsperspectief logischer dan een fonds dat frequent leningen verstrekt.

Schokfonds eurozone kan goed zijn voor welvaart

Het debat over de macro-economische stabilisatie in de eurozone richt zich op de invoering van een schokfonds. Zo'n fonds kan de welvaart verhogen

Waarom is het nodig?

Er doen zich regelmatig vrij grote nationale schokken voor in eurolanden



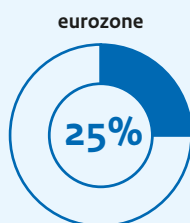
Voor het voortbestaan van de euro is een schokfonds niet noodzakelijk, maar het kan wel de scherpe randjes afhalen van een economische terugval



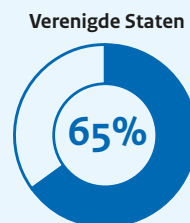
In eurzone worden relatief weinig schokken gedempt

Deel van economische schokken in lidstaten / staten gedempt door internationale risicodeling en de belangrijkste manier waarop

Belangrijkste manier:

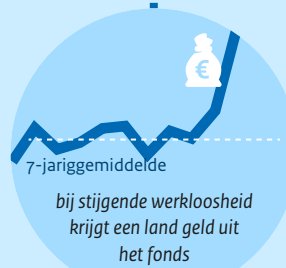


kredietverlening over landsgrenzen heen



kapitaalbezit over staatsgrenzen heen en begrotingsoverdrachten

Hoe werkt een schokfonds?



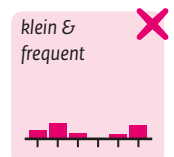
Wat is de beste manier?



VS.



Een mechanisme gebaseerd op leningen dubbelt met de markt en verlegt het probleem naar een later tijdstip (terugbetalen)



VS.



Een grote uitkering bij extreme gebeurtenissen voegt meer toe dan een fonds dat frequent uitkeert

© Centraal Planbureau, Den Haag 2019

1 Inleiding

Sinds de nasleep van de eurocrisis loopt een beleidsdiscussie over hoe economische schokken in de eurozone (beter) op te vangen.¹ De discussie loopt al enkele jaren en beslaat zowel nationale als internationale elementen. Voor individuele eurolanden richt de discussie zich op hoe lidstaten hun schokabsorptiecapaciteit kunnen vergroten, bijvoorbeeld door structurele hervormingen of het vergroten van buffers. Voor de eurozone gaat het debat vooral over het weerbaarder maken van de muntunie voor economische schokken door meer internationale risicodeling. Eind 2018 kwam de eurogroep overeen dat er een begrotingsinstrument op de eurozonebegroting zal komen. Er was nog geen overeenstemming over de stabiliserende werking van dit instrument. In 2019 onderhandelt de eurogroep verder over de technische invulling.²

In deze policy brief analyseren we een budgettaire stabilisatiefunctie voor de eurozone. De landen van de Economische en monetaire unie (EMU) leggen elk jaar geld in een fonds, naar rato van hun bruto binnenlands product. Wanneer het economisch tegenzit, bijvoorbeeld wanneer de werkloosheid oploopt, krijgen landen geld uit dat fonds. Het is mogelijk om eisen te stellen voordat het geld wordt uitgekeerd of uitgeleend. Het kan bijvoorbeeld conditioneel gemaakt worden op het voldaan hebben aan de regels van het Stabiliteits- en Groeipact. Een dergelijke stabilisatiefunctie werkt als een (internationale) verzekering. Het IMF heeft een van de meest uitgewerkte voorstellen gedaan voor een budgettaire stabilisatiefunctie (zie kader).³

Deze Policy Brief analyseert achtereenvolgens de noodzaak voor en het nut van een budgettaire stabilisatiefunctie. Vervolgens wordt ingegaan op praktische vormgevingszaken en hoe een stabilisatiefunctie zou hebben gewerkt in de vorige crisis. De conclusie is dat de noodzaak van een budgettaire stabilisatiefunctie voor de eurozone moeilijk is te onderbouwen. Hoewel bij een budgettaire stabilisatiefunctie met uitkeringen risico's als moreel gevaar en *legacyproblemen* spelen, kunnen er afhankelijk van de vormgeving wel beperkte welvaartswinsten worden behaald. Het nut van een budgettaire stabilisatiefunctie met leningen (in plaats van uitkeringen) is gering. Een mechanisme met grotere uitkeringen bij zeldzame gebeurtenissen lijkt vanuit verzekeringsperspectief logischer.

2 Schokken in de eurozone

In de eurozone blijven grote landspecifieke schokken bestaan. De interne markt en de muntunie zorgen ervoor dat lidstaten, financieel en economisch, meer verweven raken. Economische en financiële integratie maakt de lidstaten daarmee onderhevig aan gemeenschappelijke schokken. Gemeenschappelijke schokken, ook wel symmetrische schokken genoemd, kunnen worden gedempt door monetair beleid. In de eurozone probeert de ECB symmetrische schokken te dempen. Tegelijkertijd doen ook landspecifieke schokken (ook wel asymmetrische schokken genoemd) zich voor. Het blijkt dat landspecifieke schokken frequent voorkomen en vooral in crisisperiodes substantieel van omvang verschillen tussen landen (figuur 2.1). Veelal hangen de landspecifieke schokken samen met de aanwezigheid van economische onevenwichtigheden en beleidskeuzes

¹ Zie Juncker, J.C., D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi en M. Schultz, 2015, The five President's report: Completing Europe's economic and monetary union ([link](#)), en Arnold, N., B. Barkbu, E. Ture, H. Wang en J. Yao, A central fiscal stabilization capacity for the euro area, IMF staff discussion note, SDN/18/03 ([link](#)).

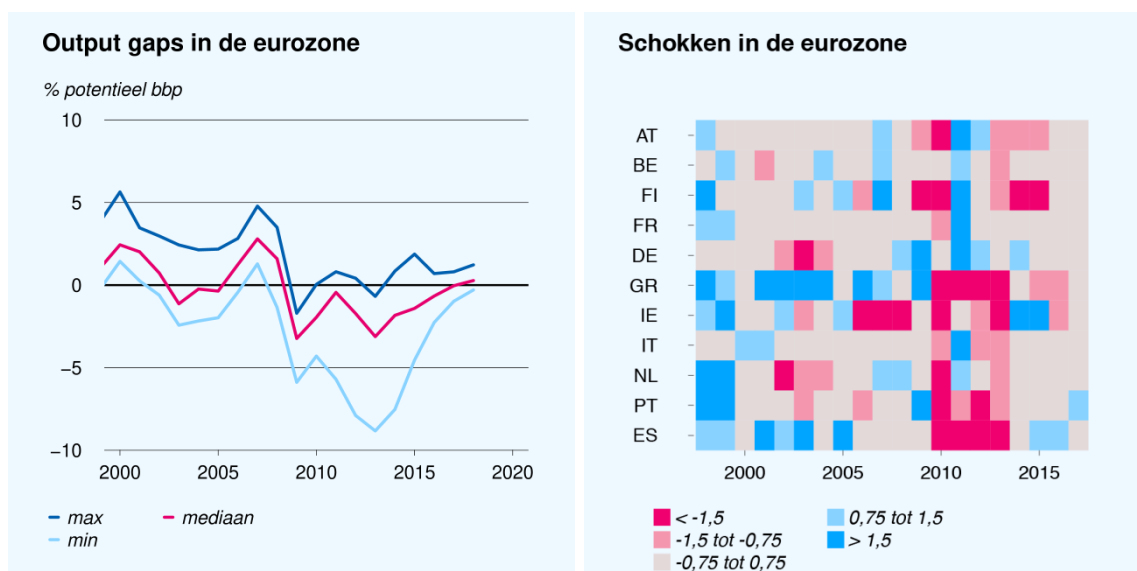
² Zie Centeno, M., 2019, Remarks following the Eurogroup meeting of 11 March 2019 ([link](#)).

³ Ook wordt er in het debat soms een werkloosheidsverzekering tussen lidstaten mee bedoeld. De Policy Brief richt zich op het voorstel van het IMF, zie kader en Arnold, N., B. Barkbu, E. Ture, H. Wang en J. Yao, A central fiscal stabilization capacity for the euro area, IMF staff discussion note, SDN/18/03 ([link](#)).

op nationaal niveau. Met de invoering van de euro kunnen eurolanden een landspecifieke schok niet langer opvangen met het wisselkoersinstrument en is ook landspecifiek monetair beleid niet meer mogelijk. Met het verdwijnen van het wisselkoersinstrument en de monetaire beleidsautonomie kunnen lidstaten landspecifieke schokken bovendien verzachten via begrotingsbeleid, mits ze voldoende ruimte hebben.

Internationale risicodeling kan de impact van landspecifieke schokken verzachten. Dit kan langs vier kanalen. Zo zorgt grensoverschrijdend kapitaalbezit voor inkomsten die niet correleren met de fluctuaties in de eigen economie (zolang de eigen economie en de economie waarin is geïnvesteerd, onderling niet sterk met elkaar zijn verbonden). Ook arbeidsmobiliteit tussen de eurolanden, door tijdelijke of permanente migratie van werknemers uit landen met een hoge werkloosheid naar landen met een lage werkloosheid, kan helpen bij het opvangen van de gevolgen van landspecifieke schokken. Een ander kanaal is grensoverschrijdende kredietverlening, doordat, als er internationale banken in die in de lokale economie opereren, het kredietaanbod in een economie minder wordt beïnvloed door landspecifieke schokken. Het laatste kanaal zijn de begrotingsoverdrachten tussen lidstaten. Zo helpen in de Verenigde Staten overdrachten van de federale overheid om de impact van schokken op staat- of regionaal niveau te verzachten.

Figuur 2.1 Landspecifieke schokken in de eurozone zijn substantieel en komen frequent voor (a, b)



(a) De dispersie in de output gap laat het verschil in cyclische positie van de eurozone-lidstaten zien. Na de invoering van de euro in 1999 werden deze verschillen kleiner. In de aanloop naar de financiële crisis bouwden zich juist toenemende verschillen op in cyclische posities, wat duidt op een toenemende blootstelling van de eurozone aan landspecifieke schokken. De figuur is op basis van de eerste elf landen die de euro als hun gezamenlijke munt aannamen (zonder Griekenland).

(b) De landspecifieke schok is bepaald als het deel van groeischok van een lidstaat dat niet te verklaren is uit de groeischok van de eurozone. Groeischokken (van individuele lidstaten als de eurozone) zijn berekend als de residuen van een regressie van de economische groei (van individuele lidstaten en eurozone, respectievelijk) op de historische economische groei van twee jaren daarvoor.

Bron: AMECO, CPB.

IMF-voorstel voor een budgettaire stabilisatiefunctie

Dit kader beschrijft het IMF-voorstel voor een budgettaire stabilisatiefunctie (a). Het IMF heeft geprobeerd een fonds te ontwikkelen dat het risico op moreel gevaar klein houdt, langdurige overdrachten zo veel mogelijk tegengaat en zo automatisch mogelijk functioneert.

De budgettaire stabilisatiefunctie is een macro-economisch stabilisatiefonds voor de EMU dat budgettaire overdrachten mogelijk maakt in slechte economische tijden. Het fonds wordt gefinancierd door jaarlijkse bijdragen van deelnemende landen. De jaarlijkse inleg wordt aangewend om buffers in het fonds op te bouwen voor tijden van economische tegenwind.

De budgettaire stabilisatiefunctie moet een leenfaciliteit hebben, omdat het niet ondenkbaar is dat de middelen van het fonds uitgeput kunnen raken. Dat kan bijvoorbeeld gebeuren in het geval van een uitzonderlijk grote schok, waarna de overdrachten uit het fonds zo groot zijn dat het fonds uitgeput raakt. Het fonds moet dan zelf lenen zodat de stabilisatiefunctie blijft functioneren. Praktisch betekent dit dat de leenfaciliteit in werking treedt wanneer de reserves van het fonds onder een bepaalde grenswaarde raken.

Uitkeringen aan landen worden getriggerd op basis van een cyclische indicator en zijn proportioneel aan de cyclische fluctuaties rondom deze indicator. Het IMF stelt dat de afwijking van de werkloosheid ten opzichte van haar meerjarig voortschrijdend gemiddelde een geschikte indicator is. Dat betekent dat de overdrachten uit de budgettaire stabilisatiefunctie proportioneel zijn ten opzichte van de afwijking van de meerjarige werkloosheid.

Ook voorziet de budgettaire stabilisatiefunctie in maatregelen om moreel gevaar en langdurige overdrachten tegen te gaan. Het risico op moreel gevaar wordt verkleind door te eisen dat lidstaten alleen overdrachten uit het fonds kunnen ontvangen als zij voldoen aan de Europese begrotingsregels, of in het geval een lidstaat de SGP-regels schaaft, de afspraken in de EDP nakomt. Voor het tegengaan van langdurige overdrachten schetst het IMF een aantal opties, zoals het stellen van een bovengrens aan contributies aan het fonds en/of het stellen van bovengrenzen aan onttrekkingen aan het fonds.

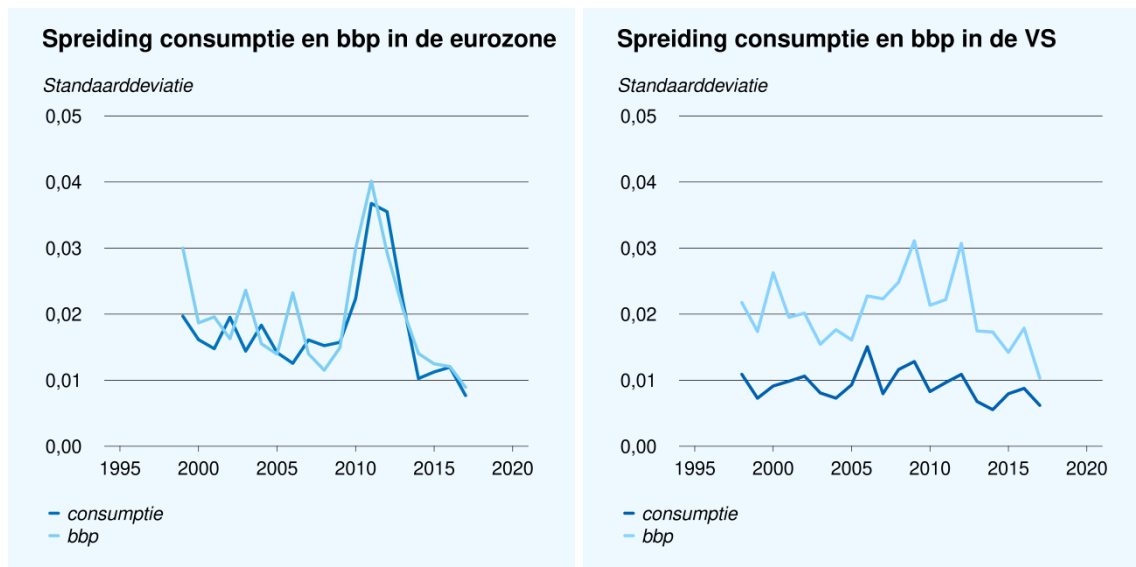
(a) Arnold, N., B. Barkbu, E. Ture, H. Wang en J. Yao, A central fiscal stabilization capacity for the euro area, IMF staff discussion note, SDN/18/03 ([link](#)).

Landspecifieke schokken worden in de eurozone minder grensoverschrijdend gedempt dan in de Verenigde Staten. Onder perfecte risicodeling tussen eurolanden hebben landspecifieke schokken in het bbp nauwelijks invloed op de consumptie. Figuur 2.2 laat zien dat de spreiding van de productie- en consumptiegroei in de verschillende eurolanden sterk vergelijkbaar is, terwijl in de Verenigde Staten de spreiding van de productiegroei in de verschillende staten aanzienlijk groter was dan de spreiding van de consumptiegroei. Dit suggereert dat de Verenigde Staten aanpassingsmechanismen hebben die landspecifieke schokken dempen langs krediet- en kapitaalkanalen, of langs federale overdrachten. Een andere manier om hetzelfde punt te illustreren is de omvang te schatten van de mate van demping van landspecifieke schokken door het krediet- en kapitaalkanaal, en de federale overdrachten. Figuur 2.3 laat de omvang van deze kanalen voor de eurozone en de Verenigde Staten zien. In de eurozone wordt gemiddeld slechts 25% van de landspecifieke schokken gedempt, hoewel dit percentage de laatste jaren wat hoger is. In de Verenigde Staten wordt ruim 60% van de staatspecifieke schokken gedempt. In de Verenigde Staten vindt de meeste absorptie plaats via grensoverschrijdend kapitaalbezit en werkgelegenheid, en niet via begrotingsbeleid. De grootste



risicodemper in de eurozone is het kredietverleningskanaal.⁴ Er is meer risicodeling in de Verenigde Staten dan in de eurozone.

Figuur 2.2 Bbp en consumptiedispersie in de eurozone (links) en de Verenigde Staten (rechts)



Bron: AMECO, CPB.

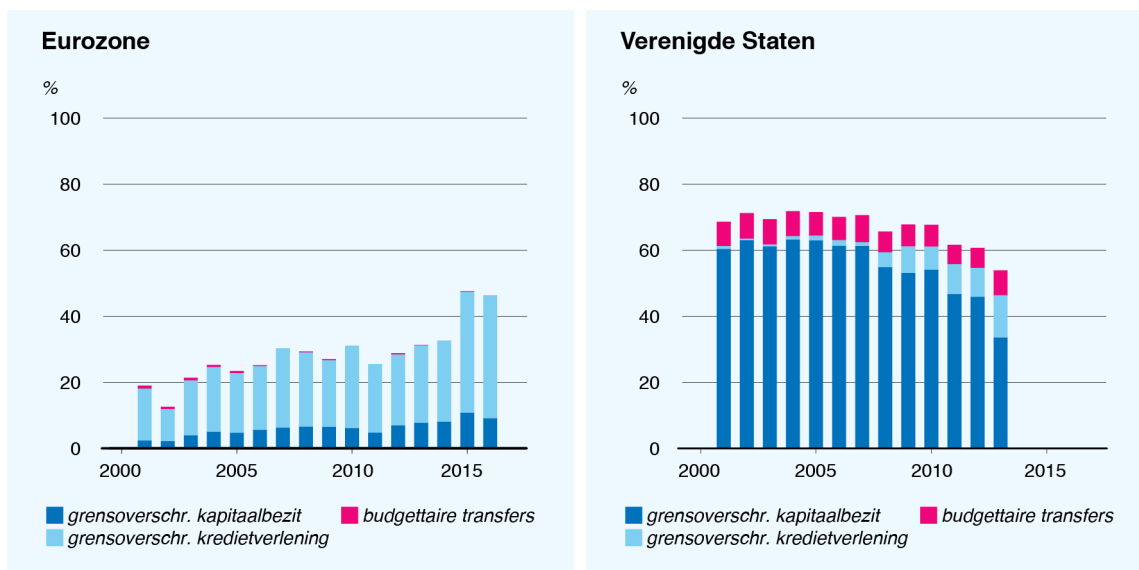
Een budgettaire stabilisatiefunctie kan additionele risicodeling toevoegen om te voorkomen dat landspecifieke schokken uitgroeien tot een financiële crisis. Interstatelijke budgettaire overdrachten in de Verenigde Staten absorberen ongeveer een tiende van de staatspecifieke schokken, zie figuur 2.3. In de eurozone daarentegen dragen budgettaire overdrachten tussen lidstaten nauwelijks bij aan het dempen van landspecifieke schokken. Het verschil in grensoverschrijdende schokabsorptie tussen de eurozone en de VS hangt echter vooral samen met risicodeling via kapitaal- en kredietmarkten. De voorstanders van een budgettaire stabilisatiefunctie stellen dat meer risicodeling in de eurozone nodig is om de gebrekkige werking van de andere dempingskanalen op te vangen. In de eurozone gaat het dan om het gebrekkige functioneren van het grensoverschrijdende kredietkanaal en de beperkte werking van de automatische stabilisatoren in enkele lidstaten als gevolg van hoge staatsschulden.⁵ Om (grote) landspecifieke schokken niet uit te laten groeien tot een financiële crisis stelt een deel van de literatuur dat additionele risicodeling via een budgettaire stabilisatiefunctie nodig is.⁶

⁴ Het kredietverleningskanaal heeft overigens weinig dempende werking gehad tijdens financieel-economische crises. Tijdens de eurocrisis stabiliseerde de eurozone-leenfaciliteiten (EFSF, EFSM en ESM) het kredietverleningskanaal. Zie Furceri, D en A. Zdzienicka, The euro area crisis: Need for a supranational fiscal risk sharing mechanism?, IMF working paper WP/13/198 ([link](#)).

⁵ Zie Furceri, D en A. Zdzienicka, 2013, The euro area crisis: Need for a supranational fiscal risk sharing mechanism?, IMF working paper WP/13/198 ([link](#)).

⁶ Zie Allard, C., P.K. Brooks, J.C. Bluedorn, F. Bornhorst, K. Christopherson, F. Ohnsorge, T. Poghosyan en IMF staff team, 2013, Towards a fiscal union for the euro area, IMF staff discussion note SDN/13/09 ([link](#)).

Figuur 2.3 Deel van schokken dat via grensoverschrijdende risicodeling wordt opgevangen, in de eurozone 2001-2016 (links) en de Verenigde Staten 2001-2013 (rechts)



Bron: AMECO, CPB-berekeningen op basis van Asdrubali, P., B. Sorensen en O. Yosha, 1996, Channels of interstate risk sharing: United States 1963 -1990, *Quarterly Journal of Economics*, 111(4): 1081-1110 en Beers, N.van, M. Bijlsma en G. Zwart, 2014, Cross-country insurance mechanisms in currency unions, Bruegel Working Paper 2014/04 ([link](#)).

3 Geen noodzaak voor een budgettaire stabilisatiefunctie

Er is geen bewijs dat een budgettaire stabilisatiefunctie noodzakelijk is voor het voortbestaan van de euro. Om schokabsorptie via grensoverschrijdend kapitaalbezit te stimuleren is het voor de eurozone van belang de bankenunie en de kapitaalmarktunie te vervolmaken. Daarnaast kan nationaal begrotingsbeleid veel schokken opvangen en kunnen overheden in bijzondere tijden een beroep doen op de uitzonderingsclausules van de Europese begrotingsregels. Voor lidstaten met te hoge overheidsschulden die toegang tot de financiële markten verliezen is er ten slotte het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM).

In het huidige raamwerk worden normale schokken door de nationale begroting en extreme schokken door de Europese instituties opgevangen. Zolang lidstaten in de eurozone een solide begrotingspositie hebben, kunnen ze normale landspecifieke schokken opvangen. Daarvoor is het wel nodig dat ze enige buffers opbouwen. Voor grote(re) en extreme landspecifieke schokken die niet via het nationale begrotingsbeleid kunnen worden opgevangen, bestaan verschillende Europese instituties. Zo kent het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) bepalingen, zoals de ‘bijzondere-omstandigheden-bepaling’ en de ‘investeringsclausule’, die lidstaten in een (uitzonderlijke) economische neergang flexibiliteit kunnen bieden bij de handhaving van de schuld- en tekortregels uit het SGP.⁷

Daarnaast is in de eurocrisis het ESM in het leven geroepen. Het ESM is een permanent noodfonds dat leningen verstrekt aan Europese lidstaten die in financiële problemen verkeren. Het doel is het bewaken van de economische en financiële stabiliteit. Daarmee is het ESM in essentie een gemeenschappelijke Europese

⁷ Zie Europese Commissie, 2019, Vade Mecum on the stability and growth pact, 2019 edition, Institutional Paper 101 ([link](#)).

bijdrage om voor lidstaten in financiële problemen de druk van de financiële markten te verminderen. Voorwaarde voor steun van het ESM is dat het land meedoet aan een hervormingsprogramma. Langs die weg moeten overheidsschulden weer houdbaar worden, de markttoegang hersteld, economische en financiële onevenwichtigheden gereduceerd, en het groeipotentieel bevorderd. Het idee erachter is dat het ESM het vertrouwen van marktpartijen ondersteunt en waarborgt het dat de aanpassingsprogramma's de markttoegang bevorderen, waardoor de kans op daadwerkelijk gebruik van het ESM uiteindelijk kleiner is.

Sommige andere muntunies en federale staten stabiliseren wel via netto begrotingsoverdrachten, maar dat bewijst de noodzaak ervan niet. In de Verenigde Staten zijn werkloosheidsverzekeringen primair de verantwoordelijkheid van de individuele staten. Tegelijkertijd betalen de staten ook mee aan een federaal fonds, waaruit staten bij grote staatspecifieke schokken onder voorwaarden uit kunnen tappen om de impact van dergelijke schokken te verzachten. Hiermee wordt ongeveer een tiende van de staatspecifieke schokken gedempt (zie ook figuur 2.3). Hoewel de Verenigde Staten nu een groot federaal budget hebben, is dat niet altijd zo geweest. Voor de Eerste Wereldoorlog had het federaal budget een omvang van 2 tot 3% bbp (figuur 3.1). In Duitsland werd vóór de eenwording ongeveer 91 procent van de deelstaatspecifieke schokken gedempt, waarvan 54% door federale overdrachten. Na de eenwording slook dat tot 10%.⁸

In het verleden vielen muntunies zonder een budgettaire stabilisatiefunctie uit elkaar, maar dat hoeft niet altijd zo te gaan. Zo hadden de Verenigde Staten tot de Eerste Wereldoorlog nauwelijks een begroting op federaal niveau. Daarnaast hebben verschillende muntunies in Europa in het verleden bestaan. Zo was er de Latijnse muntunie (LMU), geïnitieerd door België, Frankrijk, Zwitserland en Italië in 1865. Geïnspireerd op de LMU richtten Zweden en Denemarken in 1873 de Scandinavische muntunie (SMU) op, waarin later ook Noorwegen toetrad. De Oostenrijks-Hongaarse muntunie (OHMU) werd gecreëerd in 1867. De drie muntunies verdwenen uiteindelijk na de Eerste Wereldoorlog.⁹ Hoewel de LMU, SMU en OHMU de eigenschap deelden dat ze geen federaal budget hadden, is dit geen bewijs dat dat altijd zo moet gaan. Een groep van acht Afrikaanse landen (West African Economic and Monetary Union) deelt al sinds 1945 dezelfde munt (de CFA franc, die tegenwoordig gekoppeld is aan de euro). Er is ook een Economic and Monetary Community of Central Africa, hiervan is de munt volgens pariteit gekoppeld aan de West African CFA franc. Binnen deze muntunies bestaat geen noemenswaardige internationale risicodeling.¹⁰

Voltooiing van de bankenunie en meer private risicodeling zullen de no-bailout-clausule geloofwaardig maken. De no-bailout-clausule stelt dat eurolanden elkaar niet helpen met de financiering van de overheidsschuld als een land in de problemen komt. Echter, de preventieve werking van deze clausule bleek onvoldoende effectief in de eurocrisis. De onderliggende oorzaken waren de verwevenheid van banken en overheden, en de onduidelijke procedures over hoe met lidstaten om te gaan die tegen solvabiliteitsproblemen aanlopen. Hierdoor was het onvoorspelbaar hoe het failliet gaan van een euroland de andere eurolanden zou raken. Voltooiing van de bankenunie en meer risicodeling via een kapitaalmarktunie zal de kans op verliezen voor andere overheden kleiner maken, en maakt het daarmee geloofwaardiger dat de andere eurolanden niet zullen meefinancieren bij onhoudbare overheidsschuld. Er is echter nog voortgang op het gebied van de bankenunie te boeken (zoals een gezamenlijk depositogarantiestelsel). Ook blijft het onduidelijk hoe een complete kapitaalmarktunie er uitziet.¹¹

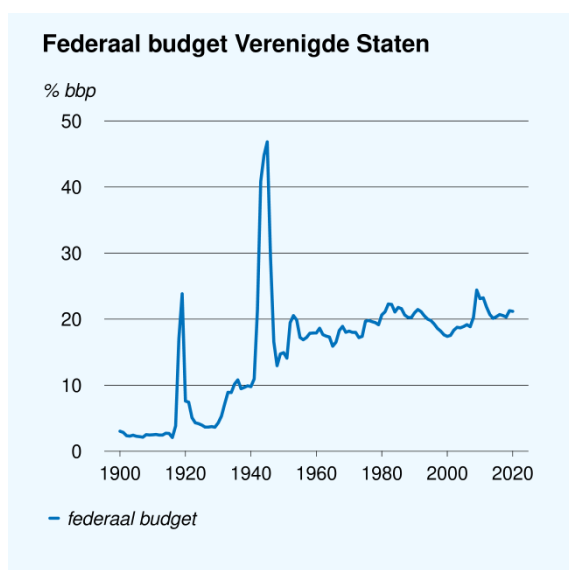
⁸ Zie Hepp, R. en J. von Hagen, 2013, Interstate risk sharing in Germany: 1970–2006, *Oxford Economic Papers*, 65(1): 1–24 ([link](#)).

⁹ Zie Ryan, J. en J. Loughlin, 2018, Lessons from historical monetary unions – is the European monetary union making the same mistakes?, *International Economics and Economic Policy*, 15(4): 709–725 ([link](#)).

¹⁰ Zie O. Basdevant et al, 2015, Strengthening the West African Economic and Monetary Union: The Role of Fiscal and Market Institutions in Economic Stabilization, IMF African departmental paper ([link](#)).

¹¹ Zie Wiel, K. van der, B. Smid, A. Dubovik, K. Ji, B. Soederhuizen, R. Teulings, B. Vogt en L. Zhang, 2018, Risicorapportage financiële markten, CPB Notitie 29 mei 2018 ([link](#)).

Figuur 3.1 Het federaal budget van de Verenigde Staten is niet altijd groot geweest



Bron: Witte Huis, CPB.

Ander recent onderzoek concludeert dat de toegevoegde waarde van een sterke bankenunie veel groter is dan de toegevoegde waarde van een budgettaire stabilisatiefunctie. Belangrijke landspecifieke schokken zijn vooral nationale *boom-bust* cycli, gevolgd door een financiële crisis. De vraag is dan welk mechanisme dit soort schokken het beste kan opvangen. Hier zijn de Verenigde Staten wederom illustratief. Het schokabsorberend vermogen van expliciete federale overdrachten is klein, maar die van de Amerikaanse bankenunie is juist groot.¹² Het schokabsorberend vermogen van de eurozone-instituten kan worden vergroot door een sterke bankenunie.¹³ Daarvoor is wel van belang dat er een geloofwaardige achtervang is voor het resolutiefonds voor banken (SRF)¹⁴ en een Europees depositogarantiestelsel (EDIS). Een sterke bankenunie zorgt er niet alleen voor dat landen elkaar niet meetrekken in het geval van instabiliteit bij banken, maar ook dat landen via het bankwezen schokken met elkaar delen.

4 Verhoogt een budgettaire stabilisatiefunctie de welvaart?

Een budgettaire stabilisatiefunctie kan de welvaart verhogen. Een budgettaire stabilisatiefunctie kan een verzekering zijn tegen grote landspecifieke schokken. Een verzekeringsmechanisme, mits zo vormgegeven dat het risico op moreel gevaar minimaal is, kan dan de opbouw van schadelijke divergentie tussen lidstaten voorkomen.¹⁵ Een verzekering tegen grote onvoorziene schokken kan de welvaart verhogen.

¹² Zie Gros, D. en A. Belke, 2014, Banking Union as a shock absorber - Lessons for the Eurozone from the US, Centre for European Policy Studies ([link](#)).

¹³ Zie Jones, E., 2016, Financial markets matter more than fiscal institutions for the success of the Euro, The International Spectator, 51(4): 29-39.

¹⁴ Zie Wiel, K. van der, B. Smid, A. Dubovik, K. Ji, B. Soederhuizen, R. Teulings, B. Vogt en L. Zhang, 2018, Risicorapportage financiële markten, CPB Notitie 29 mei 2018 ([link](#)). Er ligt nu een voorstel om het Europees Stabilisatiemechanisme (ESM) de rol te geven van achtervang voor het resolutiefonds SRF.

¹⁵ Zie Enderlein, H., L. Guttenberg en J. Spiess, 2013, Making one size fit all. Designing a cyclical adjustment insurance fund for the eurozone, Jacques Delors Institute Policy Paper 61 ([link](#)).

Recente modelanalyses laten zien dat er (beperkte) efficiencyvoordelen van een budgettaire stabilisatiefunctie zijn. Farhi en Werning (2017) analyseren welk deel van het welvaartsverlies als gevolg van een schok in een lid van een muntunie wordt opgevangen bij verschillend beleid.¹⁶ In de meeste gevallen zorgt een internationale budgettaire stabilisatiefunctie voor minder welvaartsverlies dan het optimale nationale begrotingsbeleid. De voordelen hangen af van de openheid van de economie en ook van de persistentie van de schokken. Hoe opener de economie, des te kleiner de welvaartswinst van een budgettaire stabilisatiefunctie. Dit komt omdat bij een open economie een groter deel van de extra uitgaven weglekt naar het buitenland. Bij meer persistente schokken is het efficiencyvoordeel groter, omdat huishoudens hun consumptie meer aanpassen bij dergelijke schokken. Extra overheidsuitgaven zijn dan minder effectief omdat dan ook langere tijd de belastingen verhoogd moeten worden, wat de consumptie drukt.

Landen in een muntunie houden in beperkte mate rekening met de effecten van hun begrotingsbeleid op andere landen in de muntunie. Daarnaast kopen marktpartijen te weinig private (grensoverschrijdende) verzekeringen, omdat ze de positieve externaliteiten van de macro-economische stabilisatie, voortkomend uit hun portfoliokeuzes, niet internaliseren. Dit marktfalen kan worden geadresseerd via een *safe asset* of via een budgettaire stabilisatiefunctie.¹⁷

Een budgettaire stabilisatiefunctie gaat gepaard met moreel gevaar, net zoals bij de meeste verzekeringen het geval is. Bij een verzekering tegen landen-specifieke schokken bestaat het risico dat lidstaten impopulaire of politieke lastige structurele hervormingen niet implementeren. Tegelijkertijd bestaat het risico dat nationale overheden meer schulden aangaan na een landspecifieke schok.¹⁸ Om een dergelijke situatie te voorkomen moet een budgettaire stabilisatiefunctie voorzien in prikkels om de begrotingsdiscipline te behouden. Daarbij kan worden gedacht aan een vorm van eigen risico, cofinanciering, aan eisen voor deelname aan een budgettaire stabilisatiefunctie en aan eisen waaraan voldaan moet worden in het geval er een uitkering moet worden gedaan. Het IMF stelt voor alleen betalingen uit de budgettaire stabilisatiefunctie toe te staan wanneer (i) aan de Europese begrotingsregels wordt voldaan, of (ii) de afspraken in de correctieve arm worden nagekomen in het geval een lidstaat niet voldoet aan de Europese begrotingsregels.¹⁹ Deze vereisten bieden overigens geen garantie dat uitkeringen uit de stabilisatiefunctie onder politieke druk niet alsnog worden gedaan.

De vormgeving bepaalt zowel de mate van moreel gevaar als de toegevoegde waarde van een budgettaire stabilisatiefunctie. Moreel gevaar kan worden beperkt door lidstaten de uitkeringen uit de budgettaire stabilisatiefunctie te laten terugbetalen. Echter, een stabilisatiefunctie gebaseerd op leningen voegt weinig toe ten opzichte van leningen op de markt, zolang er markttoegang is. Wanneer een lidstaat in problemen markttoegang dreigt te verliezen, dan kan een stabilisatiefunctie met leningen de markttoegang slechts beperkt verlengen. De situaties waarin enkele maanden overbrugging van markttoegang doorslaggevend is bij het voorkomen van een Europese financiële crisis, zijn echter dun gezaaid. Voor problemen rond markttoegang is er het noodfonds ESM.

Een budgettaire stabilisatiefunctie met uitkeringen ligt politiek gevoelig. De eurozone is immers geen politieke unie. De omvang van de totale uitkeringen kan overigens wel worden begrensd door het stellen van limieten aan de netto-ontvangsten, dan wel de netto-inleg van een lidstaat.²⁰ Tegelijkertijd biedt een dergelijke bovengrens geen garantie dat onder politieke druk niet alsnog hogere uitkeringen plaatsvinden.

¹⁶ Zie Farhi, E. en I. Wening, 2017, Fiscal Unions, *American Economic Review*, vol 107(12): 3788-3834 ([link](#)).

¹⁷ Zie Arnold, N., B. Barkbu, E. Ture, H. Wang en J. Yao, A central fiscal stabilization capacity for the euro area, IMF staff discussion note, SDN/18/03 ([link](#)).

¹⁸ De analyse van Farhi en Werning houdt geen rekening met de gevolgen van moreel gevaar.

¹⁹ Zie voetnoot 17.

²⁰ Zie voetnoot 17.

5 Vormgeving en praktische zaken

Een budgettaire stabilisatiefunctie moet zo automatisch mogelijk uitkeren aan een lidstaat, op basis van een kernparameter. Dit om onenigheid over wanneer een budgettaire stabilisatiefunctie uitkeert, te voorkomen. Een dergelijke kernparameter moet eenduidig te meten zijn, voor iedereen te begrijpen, en automatisch geactiveerd worden. De output-gap is vanuit theoretisch oogpunt het meest geschikt, maar de ervaringen met Europese begrotingsregels leren dat de output-gap in de praktijk moeilijk te meten is.²¹ Daarbij komt ook dat revisies van de output-gap vaak leiden tot grote bijstellingen, oplopend tot anderhalf procent bbp voor EMU-lidstaten.²² De kernparameter in het IMF-voorstel is de ontwikkeling van de werkloosheid, afgezet tegen het 7-jarig voortschrijdend gemiddelde (zie kader).

Bij de vormgeving van een budgettaire stabilisatiefunctie moeten de verzekeringsaspecten worden meegewogen. Een verzekering is een efficiënt instrument bij grote, onvoorziene en niet-gecorrleerde schokken. Bij de vormgeving van een budgettaire stabilisatiefunctie is het dus belangrijk om alleen uitkeringen te doen bij grote en onvoorziene schokken. Dat betekent dat het efficiënt is om niet te vaak uit te keren, maar alleen bij grote landspecifieke schokken. Een bekend probleem bij verzekeringen is moreel gevaar. In dit geval zouden overheden hun gedrag kunnen aanpassen (bijvoorbeeld hervormingen uitstellen, of onvoldoende begrotingsbuffers opbouwen) omdat ze weten dat er in geval van problemen een uitkering uit de stabilisatiefunctie kan volgen.

Het volledig wegnemen van het risico van moreel gevaar leidt ertoe dat een budgettaire stabilisatiefunctie nooit uitkeert. Het IMF stelt dat het risico van moreel gevaar kan worden verkleind door de uitkering conditioneel te maken op het nakomen van de afspraken (in de correctieve arm) van het SGP.²³ Bij een flinke crisis reageert in veel lidstaten het begrotingssaldo eerder dan de werkloosheid, waardoor de kans aanwezig is dat een lidstaat eerder in de buitensporigtekortprocedure belandt dan dat zij voldoet aan de criteria van een uitkering uit de stabilisatiefunctie. Een strenge interpretatie van het nakomen van de afspraken van het SGP impliceert in dat geval geen moreel gevaar, maar ook geen uitkering uit het fonds. Je kunt er ook op een andere manier tegen aankijken, namelijk dat een lidstaat in een dergelijk geval juist wel een uitkering nodig heeft uit het fonds. Dat impliceert dat er dan toch moreel gevaar optreedt en overheden daar hun gedrag op aanpassen. Het is dus of geen moreel gevaar gecombineerd met geen uitkeringen als ze nodig zijn, of wel uitkeringen als ze nodig zijn, maar alsnog moreel gevaar.

De verhouding tussen een uitkering van de budgettaire stabilisatiefunctie en de regels van het SGP is niet op voorhand duidelijk. Zo schrijft de uitgavenregel uit het preventieve deel van het SGP voor dat de overheidsuitgaven niet harder mogen stijgen dan de potentiële economische groei, waarbij ook rekening wordt gehouden met de afstand tot de *Medium-Term Objective* (MTO). De vraag is of uitgaven gefinancierd met middelen uit de budgettaire stabilisatiefunctie meetellen in de uitgavenregel. Het lijkt logisch van niet. Immers, rente-uitgaven, conjunctureel gerelateerde werkloosheidsuitgaven en gasbaten tellen ook niet mee in de uitgavenregel, om zo ruimte te laten voor automatische stabilisatie. In economisch zware tijden hoeft de overheid dan niet te bezuinigen op extra werkloosheidsuitgaven. Dat voorkomt extra economische terugval.

Er bestaan verschillende voorstellen voor een budgettaire stabilisatiefunctie in de eurozone. Zo hebben de Europese Commissie (EC) en het IMF voorstellen gepresenteerd voor een eurozonefonds om uitkeringen of

²¹ Zie Hers. J. en W. Suyker, 2014, Structural budget balance: a love at first sight turned sour, CPB Policy Brief 2014/07 ([link](#)).

²² Zie Tereanu, E., A. Tuladhar en A. Simone, 2014, Structural Balance Targeting and Output Gap Uncertainty, IMF Working Paper 14/107 ([link](#)).

²³ Zie Arnold, N., B. Barkbu, E. Ture, H. Wang en J. Yao, A central fiscal stabilization capacity for the euro area, IMF staff discussion note, SDN/18/03 ([link](#)).

leningen mogelijk te maken. Met de voorstellen voor het nieuwe meerjarig financieel kader heeft de EC een Investeringsstabilisatiefonds (EISF) gelanceerd. Dit fonds zou moeten helpen landspecifieke schokken te dempen die vaak ten koste gaan van investeringen. Mogelijk biedt het EISF bescherming van het groeipotentieel van een land, maar gezien de lange doorlooptijden van investeringsprojecten lijkt een effectieve bijdrage aan conjunctuurstabilisatie twijfelachtig.²⁴ Het IMF heeft het plan voor het opzetten van een budgettaire stabilisatiefunctie, zie kader. Ook leven er ideeën voor een (her-)verzekeringstelsel voor werkloosheid op eurozoneniveau. Hier kan een land dat in een (hevige) recessie te maken krijgt met hoge werkloosheid en druk op zijn sociale voorzieningen, lenen uit een fonds om deze problemen het hoofd te bieden. Daarnaast wordt ook een eurozonebudget (dat moet bestaan naast de eurozonebegroting) vaak genoemd.²⁵ Hoewel nog onvoldoende uitgewerkt, is ook hier het idee het eurozonebudget in te zetten om de economie van de eurolanden te versterken en zo schokken beter te absorberen.

De vormgeving van het IMF-voorstel voldoet het best aan deze criteria. Het IMF-voorstel gebruikt de werkloosheid (in afwijking van een langjarig gemiddelde) als kernvariabele. Werkloosheid is goed te meten en wordt niet meer herzien. Wel is het zo dat hervormingen die de werkloosheid verlagen, de kans op uitkeringen uit het fonds in de eerste jaren verkleinen. De uitkeringen uit het fonds zijn afhankelijk van het in een eerdere fase voldaan hebben aan de begrotingsregels. Dit kan de kans op moreel gevaar verkleinen, maar is zeker niet gegarandeerd (zie paragraaf 4). Tegelijkertijd blijft de kans dat onder politieke druk alsnog uitkeringen plaatsvinden bij niet voldoen aan de begrotingsregels, bestaan. Wel keert het fonds regelmatig uit, dus niet alleen bij grote schokken. Zo zou Nederland ook geld hebben ontvangen in 2004 en 2005 (zie figuur 6.1).

6 Hoe had een stabilisatiefunctie gewerkt tijdens de vorige crisis?

We hebben een eenvoudige benadering gemaakt van de uitkeringen uit een budgettaire stabilisatiefunctie. We volgen daarbij het IMF-voorstel (zie kader), waarbij een land bij een 1%-punt hogere werkloosheid dan het zevenjarig gemiddelde een uitkering van 0,5% bbp uit het fonds krijgt. In 2010 was de Spaanse werkloosheid 20%, terwijl het gemiddelde in de zeven jaren ervoor 11% was. Spanje zou dan een uitkering krijgen van 0,5% bbp maal dat verschil, dus 4,5% bbp. We hebben hierbij niet gecontroleerd of alle landen voldaan (zouden) hebben aan de eisen van het SGP. Ook zouden hogere overheidsuitgaven de werkloosheid tijdens de crisis minder hebben kunnen doen oplopen. Dat zou weer gevolgen hebben voor uitkeringen uit het stabilisatiefonds, omdat deze afhankelijk zijn van de hoogte van de werkloosheid. Het vereist een volledige macro-economische doorrekening om met deze tweede-orde-effecten rekening te houden. Ook het analyseren van de effecten op consumptie, productie en werkloosheid vereist omvangrijke modelberekeningen, waar we in deze Policy brief van hebben afgezien.

Uitgaand van het IMF-voorstel voor een budgettaire stabilisatiefunctie, hadden uitkeringen uit de budgettaire stabilisatiefunctie tijdens de kredietcrisis Nederland slechts beperkt geholpen. Door de crisis is er een blijvend niveauverlies aan bbp opgetreden, waardoor de inkomstenquote steeg. Om het begrotingstekort terug te brengen ging Nederland na het uitbreken van de kredietcrisis in de stand van bezuinigen en hervormen. Overdrachten uit de budgettaire stabilisatiefunctie veranderen daar niets of nauwelijks iets aan (figuur 6.1 links). In Nederland liep de werkloosheid pas laat op, en zou de eerste netto

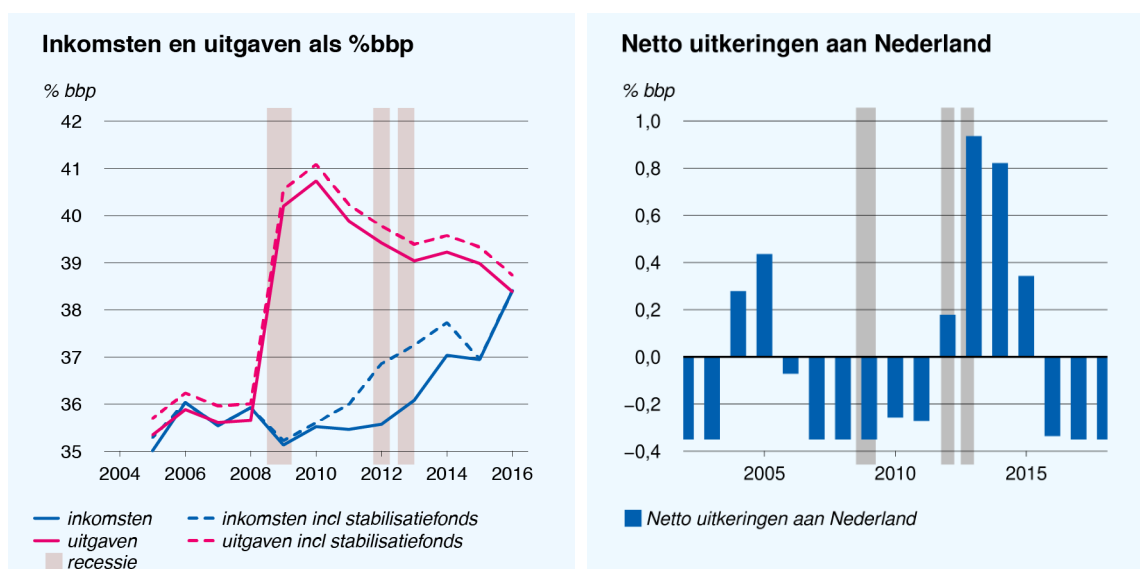
²⁴ Zie Riel, B. van en M. Bos, 2018, Het financieel instrumentarium van een begrotingsunie in wording, ESB, vol 103(4764): 356-358 ([link](#)).

²⁵ Zie voetnoot 24.

ontvangst uit het fonds voor de budgettaire stabilisatiefunctie pas in 2012 hebben plaatsgevonden (figuur 6.1, rechts).

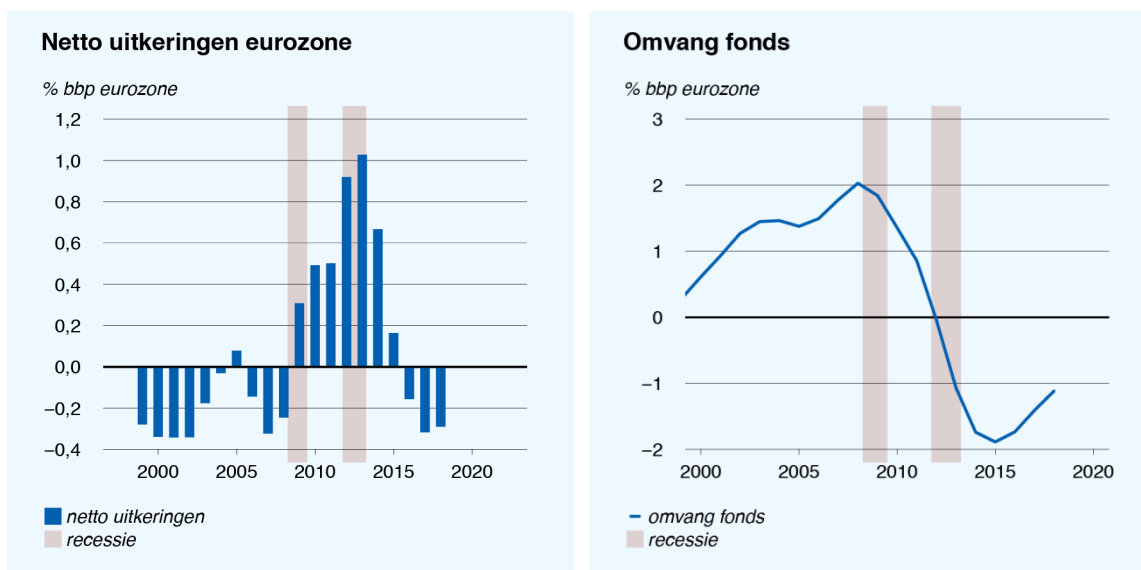
Voor de eurozone zouden de uitkeringen uit de budgettaire stabilisatiefunctie korte tijd nadat de financiële crisis zich ontvouwde, hebben plaatsgevonden. De eerste netto-uitkeringen gebeuren in 2009 en houden aan tot 2014. In ieder geval blijkt hieruit dat de onttrekkingen aan de budgettaire stabilisatiefunctie blijven doorlopen tot het hoogtepunt van de eurocrisis, waarmee voor de eurozone de budgettaire stabilisatiefunctie anticyclisch lijkt te functioneren. Echter, de financiële crisis in Europa ontvouwde zich in de loop van 2008, terwijl de netto uitkeringen pas in 2009 op gang kwamen (figuur 6.2, links). Het valt dus niet uit te sluiten dat de netto-uitkeringen voor de eurozone mogelijk te laat op gang komen om de schok van de crisis te verzachten. Daarnaast is het volume van uitkeringen dusdanig groot dat het vermogen van het fonds na 2012 negatief is (figuur 6.2, rechts). Het fonds moet dus zelf lenen, bijvoorbeeld op de financiële markten. Het lijkt dan wel nodig dat lidstaten garant staan voor die leningen en moeten inspringen als het fonds de leningen niet kan terugbetalen.

Figuur 6.1 Gevolgen stabilisatiefunctie voor Nederlandse overheidsfinanciën



Bron: CPB. Recessies zijn grijs gemarkeerd.

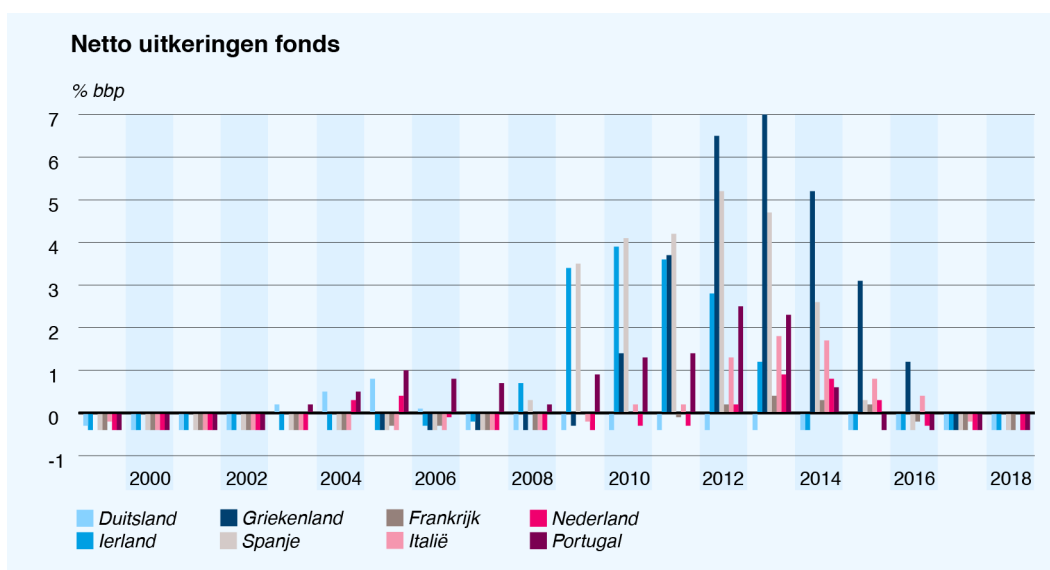
Figuur 6.2 Netto uitkeringen uit stabilisatiefunctie voor eurozone (links), vermogen fonds zou negatief worden (rechts)



Bron: Ameco, CPB. Recessies zijn grijs gemarkeerd. Aangenomen is dat het fonds een nominaal rendement van 3% haalt.

Voor sommige lidstaten werkt de budgettaire stabilisatiefunctie goed, terwijl voor andere lidstaten de uitkeringen veel te laat op gang komen. Voor Spanje en Ierland geldt dat zij netto-ontvanger zouden zijn geweest tijdens de financiële crisis. Voor andere landen, zoals Duitsland en Nederland, komen de uitkeringen niet of veel te laat op gang. Hoewel beide landen na het uitbreken van de financiële crisis behoorlijke krimp en saldooverslechtering lieten zien, vertaalde dit zich niet door in een sterke stijging van de werkloosheid. Nederland zou de eerste netto-ontvangst pas in 2012 ontvangen. Duitsland zelfs helemaal niets (figuur 6.3). Dit kan worden gezien als een ontwerpfout van het schema. Namelijk, landen die nationaal beleid voeren zodat bij een (grote) schok de werkloosheid niet meteen oploopt, ontvangen geen steun. Ook straft het schema landen af die meer flexibel zijn aan de intensieve marge dan aan de extensieve marge. Immers, in deze landen vinden aanpassingen vaker plaats binnen bedrijven dan via het laten oplopen van de werkloosheid.

Figuur 6.3 Netto uitkeringen uit de budgettaire stabilisatiefunctie



Bron: Ameco, CPB.