



Centraal Planbureau

NADERE ANALYSE VAN DE MACRO-ECONOMISCHE SITUATIE IN NEDERLAND EN EUROPA

Coen Teulings

Den Haag

28 augustus 2012



Rebel without a cause - the chicken game





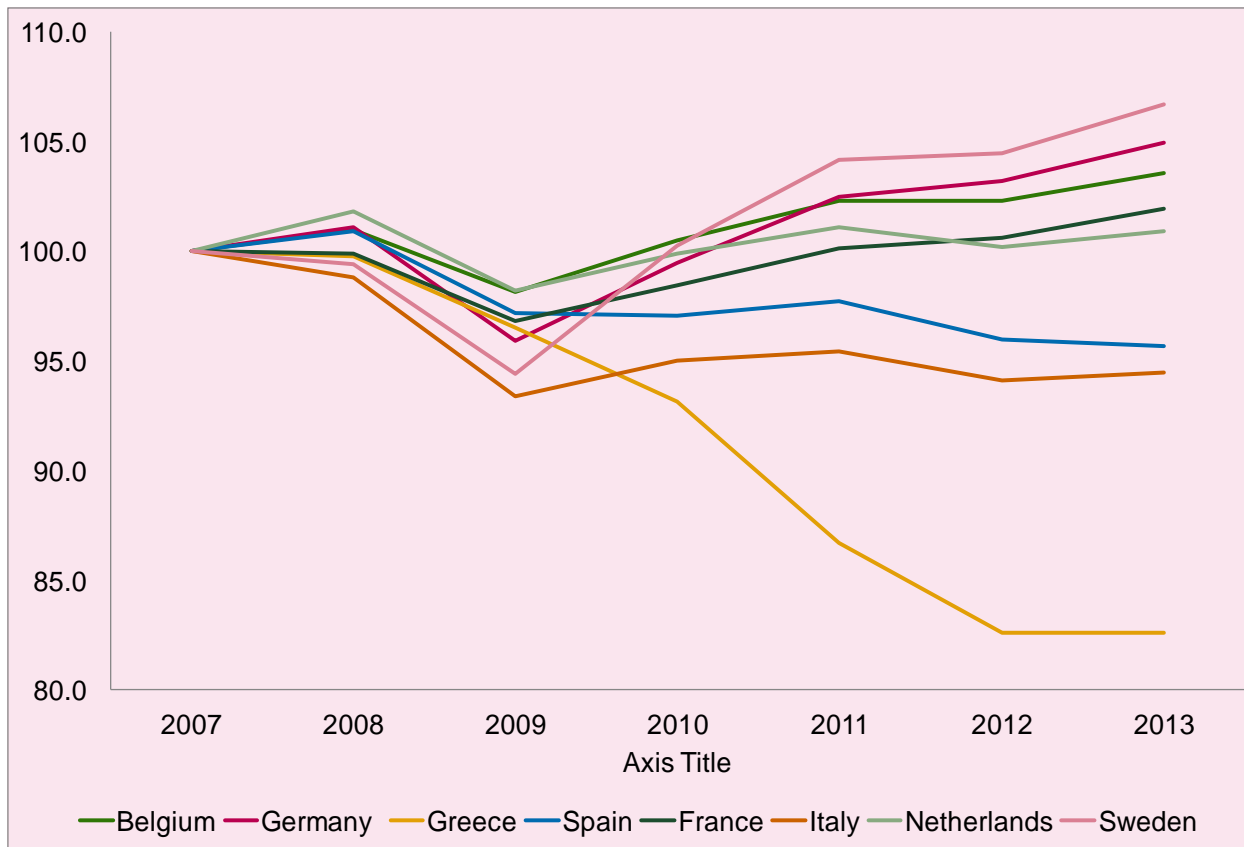
Centraal Planbureau

Twee delen:

1. Nederland
2. Europa



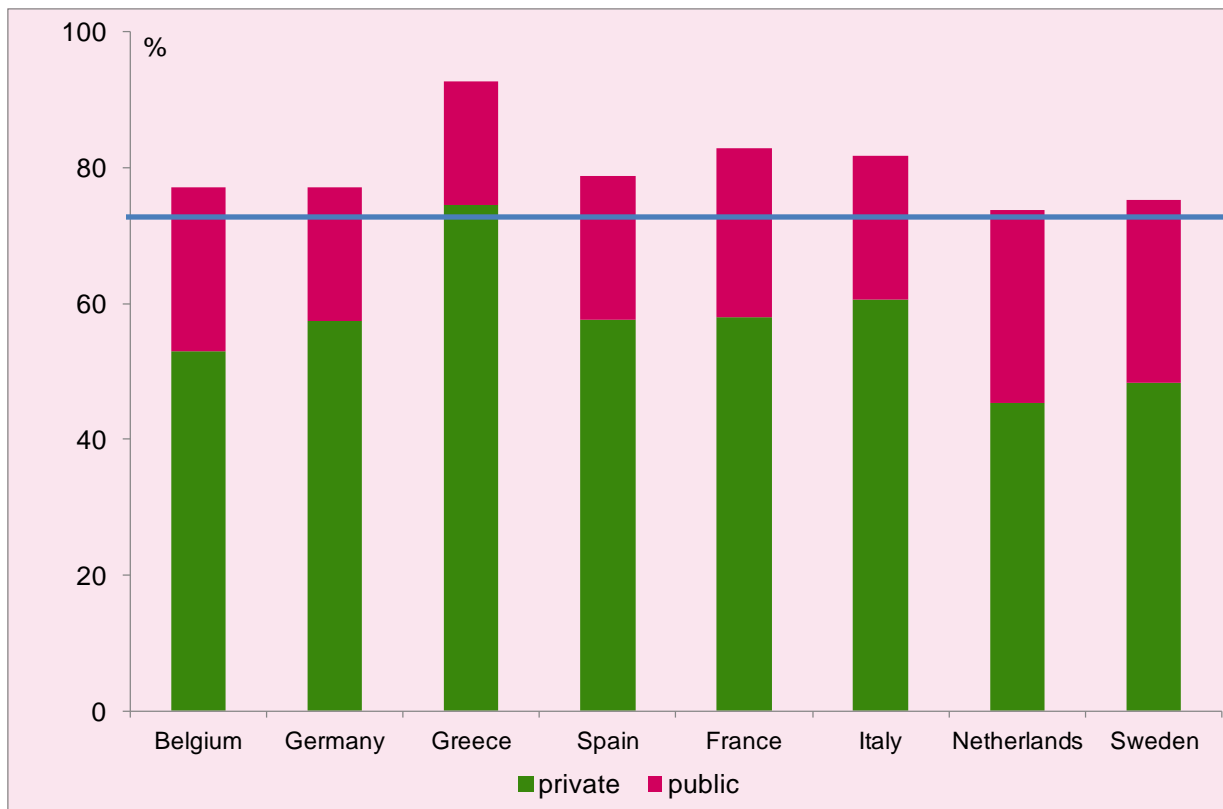
Nederland groeit trager dan Duitsland



Ontwikkeling BBP,
index 2007 = 100



Private en publieke consumptie laag



Particuliere consumptie, betalingsbalans en pensioensurplus NL
European Economic Forecast 2012



Waarom blijft groei achter bij Duitsland?

- Pensioenen
 - saldo sinds 2007 toegenomen
 - drukt consumptie 1-2%
- Overheidsbeleid
 - van 2010-2017 ombuigingen
 - omvangrijk
 - drukt consumptie 1-2%
- Woningmarkt
 - sinds 2008 15% prijsdaling
 - beperking LTV door AFM
 - verwachte aanpassing HypotheekRenteAftrek HR
 - drukt consumptie 2%

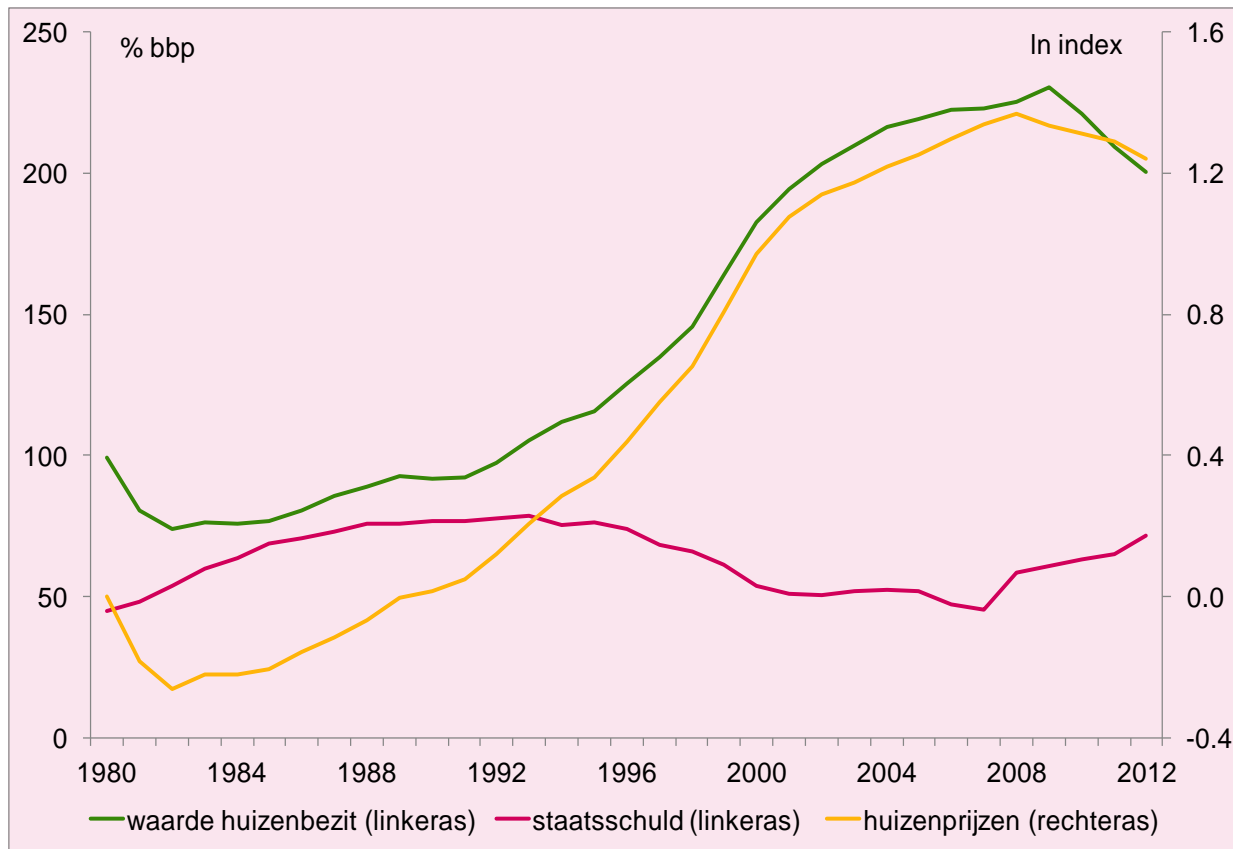


Huizenmarkt en hypotheekrenteaftrek

- Macro effecten aanpassing HRA onderschat
 - HRA kost per saldo 2% bbp
 - huizenprijseffect: 10% = 120 mrd euro = 20% bbp
 - = Netto Contante Waarde alle toekomstige aftrek
- Dus: huidige generatie draagt volledige last afschaffing!
- Geldt breder voor markthervorming (b.v. taxivergunningen)
- Begrotingsconsolidatie en hervormingen zijn substituten
- Staatschuld reductie tijdens huizenprijsdaling: kansloos
 - breder: woningmarkt + pensioenen + staatsschuld



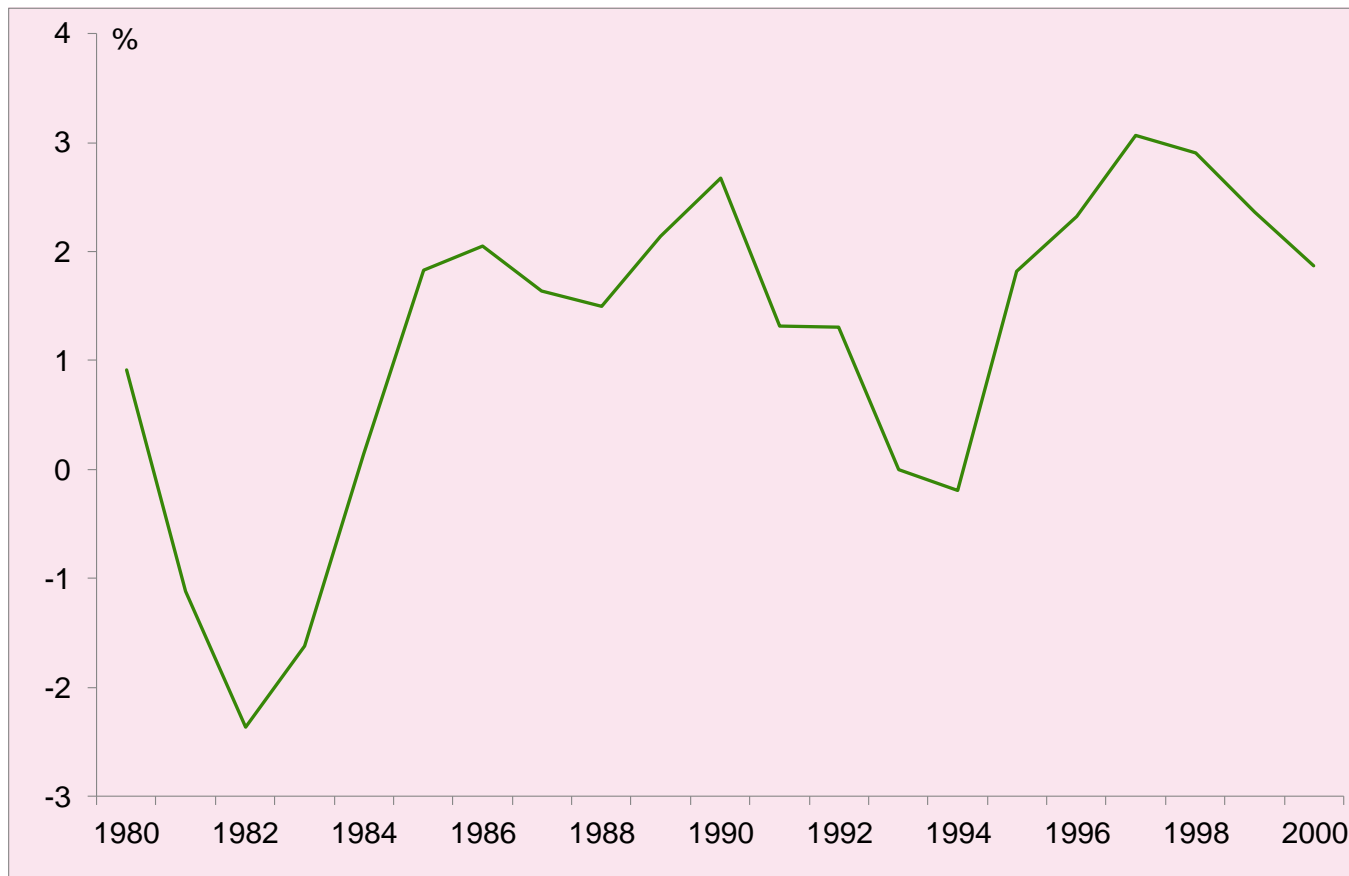
Analogie met jaren tachtig



Huizenbezit en staatsschuld NL



Groei werkgelegenheid Nederland



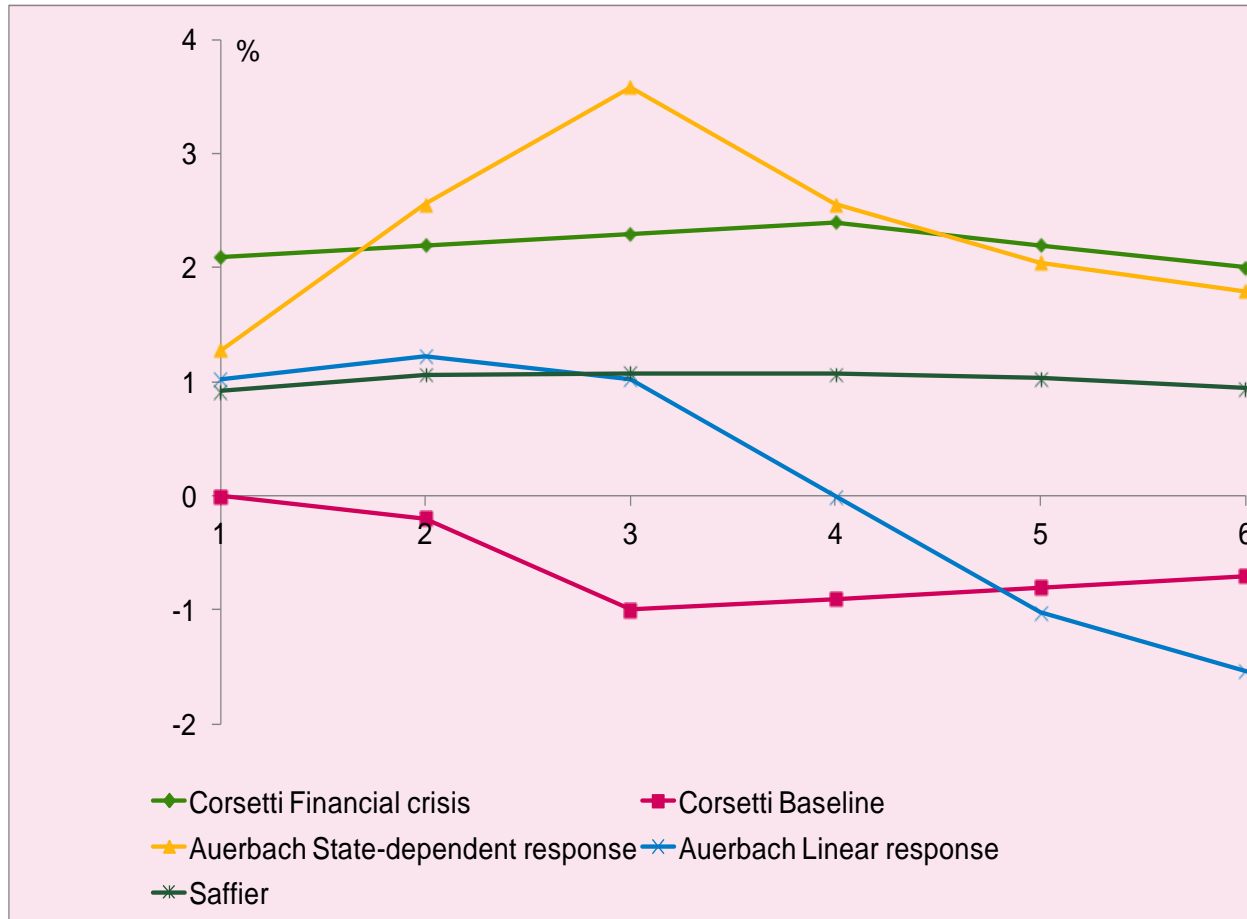


Begrotingsbeleid en uitverdieneffecten

- Recent macro-onderzoek
- Alan Auerbach et.al., Giancarlo Corsetti et.al.
- Conclusie eenduidig: groot, groter dan eerder gedacht
- Hoger indien:
 - recessies
 - financiële crises
 - monetair beleid ineffectief (zero lower bound)
 - lidstaten monetaire unie
- Lager indien:
 - hoge staatsschuld
 - kleine landen
- Exceptioneel sterke beleidsreactie in 2009
 - grosso modo succesvol



Begrotingsbeleid en uitverdieneffecten



Effecten van een verhoging van de materiële overheidsbestedingen met 1% bbp

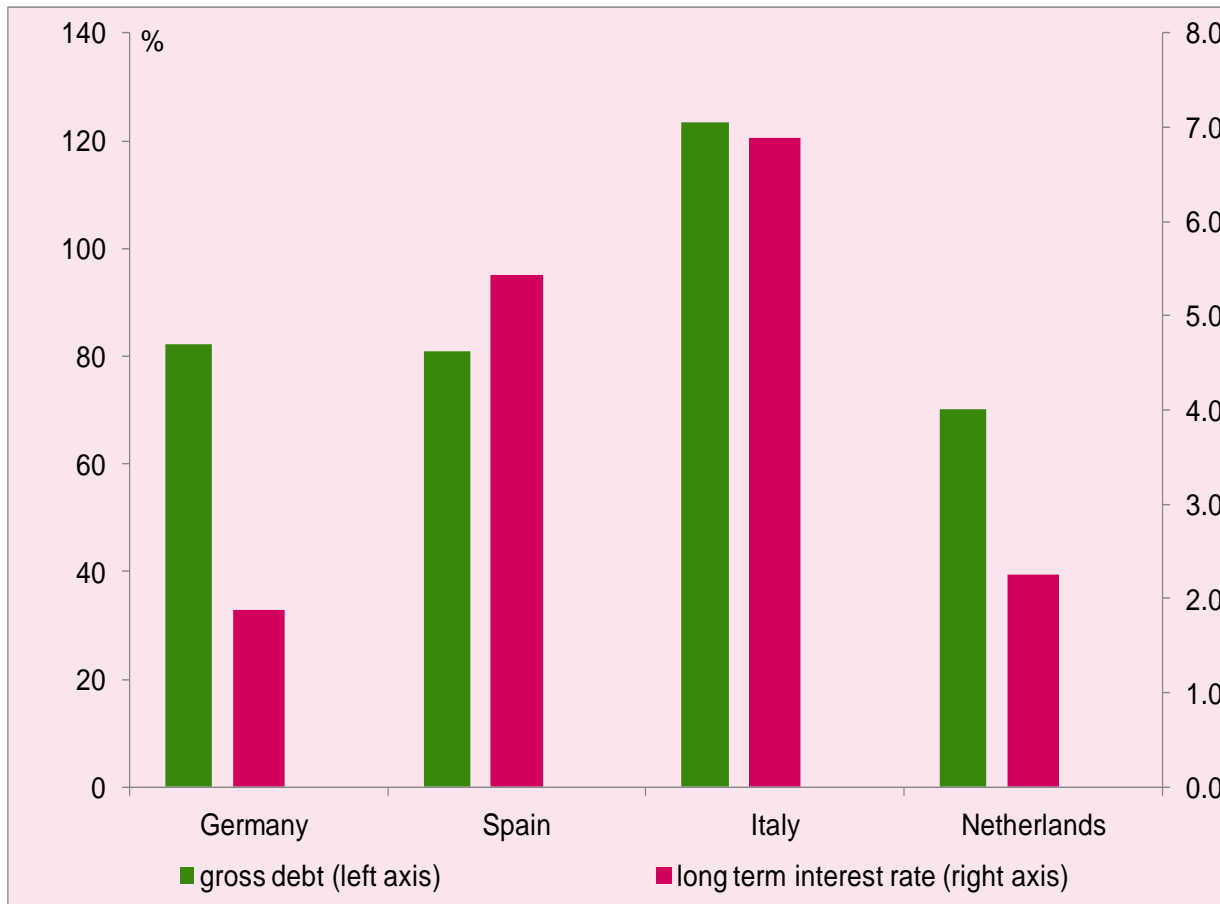


Staatschuld slecht voor groei

- Analyse Manmohan Kumar and Jaejoon Woo
- Conclusie eenduidig: groot effect
 - 100% staatsschuld = 1% minder groei
- Oorzaak: hold up
 - onzekerheid wie schuld moet terugbetalen
 - dus: investeringsstop
- Dus: goed budgettair beleid is evenwicht
 - korte termijn stabilisatie
 - lange termijn schuldreductie



Hoe zit het met de Nederlandse staatschuld?



Staatschuld als % bbp,
Rentepercentage overheidschuld



Oordeel IMF en OESO

- IMF pleit tegen verdere bezuinigingen
 - Begrotingsakkoord
 - zorgen over gevolgen voor huizenmarkt
- OESO pleit voor structurele hervormingen
- ... en zelfs EC



Political business cycle en beleidsvoorbereiding

- Standaardopvatting: politici zijn spenders, zeker rond verkiezingen
 - bepaalt optreden adviseurs (Studiegroep Begrotingsruimte)
- Spoort niet met praktijk
 - 18 versus 12 mrd bij Coalitieakkoord
 - fractieleider: bezuinigen = Rambogedrag
- Analyse Adi Brender politieke cyclus
 - wel in nieuwe democratieën
 - niet in oude democratieën
- Conclusie
 - hoge bezuinigingsbedrag scoort goed
 - concrete hervormingen minder
- Heroverwegen rol beleidsvoorbereiding



Begrotingsakkoord 2013

- Structurele hervormingen AOW+HRA: prima!
- 3% in 2013 door eenmalige belastingverhoging?
 - Europees politiek begrijpelijk:
 - geloofwaardigheid regels daarmee gediend
 - maar: economisch onverstandig
- Herstel Trendmatig Begrotingsbeleid nodig
 - ... zelfs nog iets meer anticyclisch



Centraal Planbureau

Twee delen:

1. Nederland
2. Europa



Wat valt Spanje te verwijten?

- Spanje is frontlinie, niet Griekenland
- 2008/9: veel lof voor Spaans bankentoezicht
- Voldeed aan alle criteria EMU
- Later:
 - huizenbubble
 - regionale overheden
 - regionale banken
- Wat was er gebeurd in Nederland als:
 - kantorenbubble
 - ABN AMRO niet bijtijds verkocht
 - huizenmarkt 10% verder onderuit
 - nog een bank in problemen?
- Rond 2000: Duitsland was oude zieke man van Europa



Bubbles en betalingsbalansen

- Huizenprijsbubble door lage rente
 - hoge bouwproductie
 - hoge lonen
 - uitvoer onder druk
 - betalingsbalans tekort
- Tekorten in Zuid, overschotten in Noord Europa
 - loonkosten zo'n 30% te hoog in Zuid
- Betalingsbalans van Europa als geheel in evenwicht
 - wisselkoers bepaalt concurrentie met buiten EU
 - lage inflatie (=0%) in Zuid
 - hogere (3-4%) in Noord



Wat is probleem monetaire unie?

- Analyse Paul De Grauwe
- Vergelijk Spanje - VK
 - VK staat er 'objectief' slechter voor;
 - toch heeft Spanje financieringsproblemen; waarom?
 - wisselkoers flexibiliteit = optie schuldafboeking
- Flexibele wisselkoersen = verzekering tegen schokken
 - in monetaire unie valt die verzekering weg



VS kent 30-40% verzekering, EU 1%

- Economen in 1992: monetaire unie vereist politieke unie
- 'Amerikaanse monetaire unie': 40% verzekering lidstaten
 - federale belasting 25-30%
 - federale werkloosheidsverzekering
 - bankenunie
- Wat stelt EU daartegenover? 1% ! (Structuurfondsen)
 - vergelijk verhouding Rijk - Gemeenten
- Meer verzekering tussen lidstaten onvermijdelijk
 - Europese bankenunie als eerste stap
- Overigens: risico politiek opportunisme
- Dus: overdracht van bevoegdheden
 - gaat ver: benoeming belastingontvanger Florence



Instabiliteit financiële markten: twee rentescenario's

- Solvabiliteits- versus liquiditeitscrisis
- Aantasting vertrouwen drijft rente op
 - liquiditeits- wordt solvabiliteitscrisis
 - financiering valt plots stil
 - niemand wil als laatste lening geven
 - betalingsbalanscrisis
- Tegelijk: alleen onder druk wordt Spaans beleid vloeibaar
- Chicken game!
 - terugbetaling staatschuld altijd problematisch
 - VS: door schade en schande wijs, strikte begrotingsregels



Is Spaanse schuld houdbaar?

- Griekse schuld onhoudbaar, maar Spanje? Italië?
- Analyse Larry Summers & John Bradford DeLong
 - overheidsuitgaven zijn thans zelffinancierend
 - vergelijk discussie over inverdieneffecten
- Stijging staatsschuld quote door recessie 2012/2013:
 - teller effect: 6% minder bbp = 2% hoger tekort
 - = 4% hogere schuldquote
 - noemer effect: 6% minder bbp = $70\% \times 6\%$
 - = 4% hogere quote
 - quote van 69% in 2011 naar 87% in 2013
- Zonder liquiditeitssteun is Spaanse schuld onhoudbaar



Eurobonds?

- Eurobonds = samen verantwoordelijk voor schuld
- Gevaarlijk!
- Tegelijk: onofficieel zijn Eurobonds er al
 - Target II balans
 - SMProgam
- Spanje: worst of both worlds
 - vooraf: streng
 - achteraf: toch betalen
 - geen oplossing hold up probleem
 - dus: lage groei en stijgende schuldquote
- Iedereen heeft belang bij structurele oplossing



Moreel gevaar of prisoners dilemma?

- Twee retorica's
- Analooq aan verzekering / collectief goed
- Retoriek moreel gevaar: schuld & boete
 - meer verzekering, dus meer schade
 - ... is ook reëel gevaar
 - maar: goed argument bij onderhandeling
- Retoriek prisoners dilemma: samenwerken
 - vereist onderling vertrouwen
 - maar: slecht argument bij onderhandeling
- Onderhandelingsproces ondermijnt vertrouwen
 - vereist vaste en technisch georiënteerde instituties

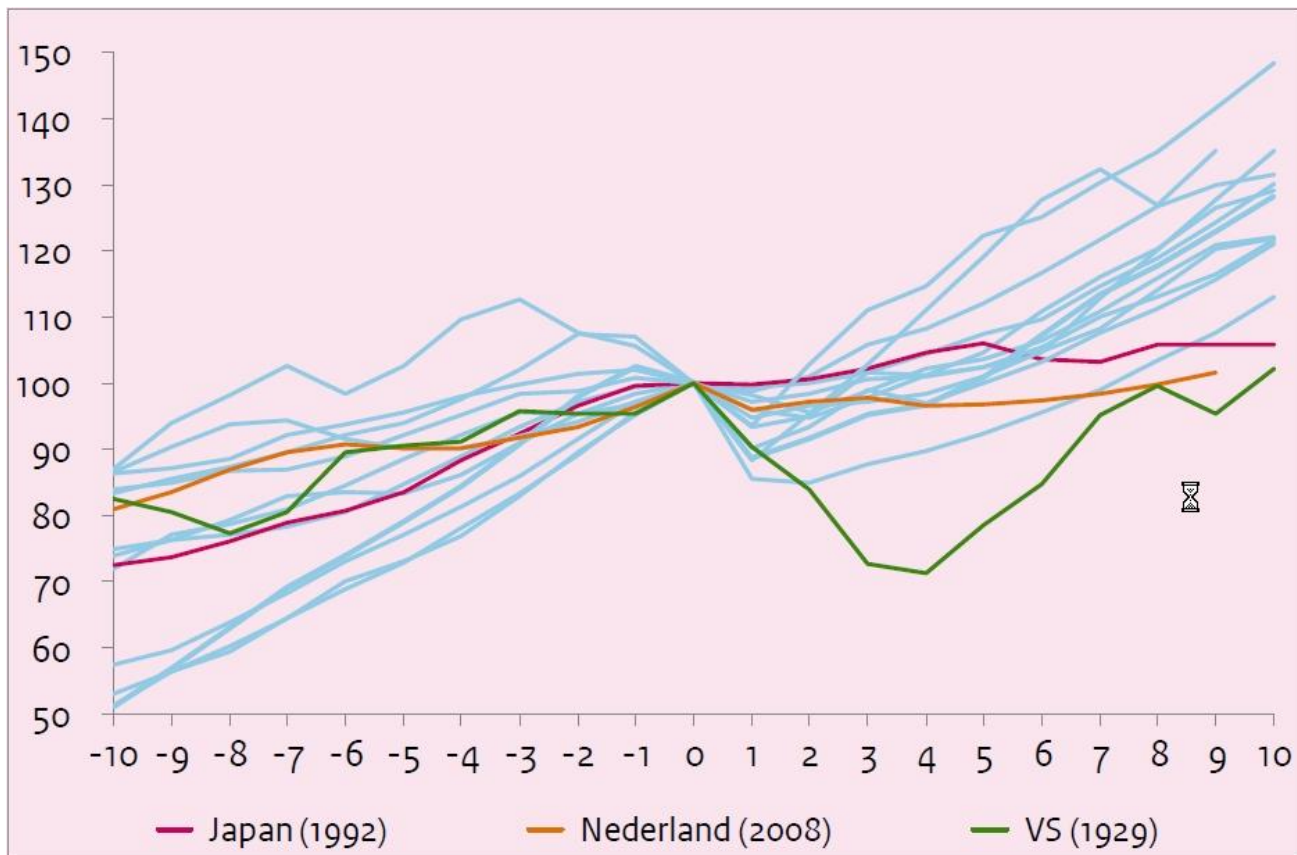


Nodig: gecoördineerd macro beleid

- Programma voor Spanje (en Italië)
- Liquiditeitssteun conditioneel op programma
- Inflatie: 0% in Zuid, >2% in Noord Europa
- Helderheid ECB over doelstelling
- Gematigd expansief beleid Noord Europa
- Gematigde consolidatie Zuid Europa
- Voor Nederland: herstel van consumentenvertrouwen



Financiële crises en de gevolgen voor Nederland



Verloop bbp per capita 10 jaar voor en 10 jaar na bankencrisis