



Centraal Planbureau

Herstel nog onzeker | *Nu aandacht voor lange termijn*

CPB Policy Brief | 2015/09

Lessen uit zeven jaar stagnatie in de eurozone

Jasper Lukkezen
Clemens Kool



Samenvatting

Er zijn drie lessen te trekken uit zeven jaar financiële crisis. Ten eerste is voorkomen beter dan genezen en dit geldt met name voor excessieve schuldenproblemen. Ten tweede moeten individuele economieën in de eurozone voldoende robuust zijn tegen schokken. Dat betekent een flexibele economische structuur en een gezonde uitgangspositie van de overheidsfinanciën. Ten derde is verdere aandacht voor de balans tussen nationale en supranationale beleidskaders vereist. Onder invloed van de crisis zijn de afgelopen jaren de Europese kaders voor banktoezicht, budgettair en monetair beleid al substantieel aangepast. Of dat voldoende is om nieuwe grote schokken te accommoderen zonder dat deze tot een nieuwe grote recessie leiden, verdient verder onderzoek.

De eurozone-economie is nu even groot als bij de start van de financiële crisis zeven jaar geleden. Het is aannemelijk dat deze lange periode van lagere groei tot een permanent niveauverlies in inkomen leidt, doordat investeringen achterblijven en langdurig werklozen vaardigheden verliezen. Het lijkt echter minder waarschijnlijk om ook op langere termijn nauwelijks groei te verwachten. Immers, op lange termijn zijn factoren zoals demografische en technologische ontwikkeling dominant. Balansproblemen lossen zichzelf waarschijnlijk ook zonder ingrijpen op, zij het langzaam en tegen hoge kosten.

Het is echter te vroeg om te concluderen dat de periode van zeer lage groei definitief voorbij is. Om de eurozone tegen het neerwaartse risico te wapenen, is het belangrijk om waar nodig structurele hervormingen door te voeren. Om de negatieve kortetermijneffecten van die hervormingen op te vangen, is het verstandig de ruimte die er binnen het Stabiteits- en Groei Pact (SGP) hiervoor is, te gebruiken. Kansrijk zijn hervormingen op arbeids- en productmarkten en hervormingen die afwikkeling van balansproblemen vergemakkelijken. Dit geldt in de huidige situatie ook voor het naar voren halen van publieke investeringen met een positieve netto contante waarde, zowel voor individuele lidstaten als Europees. Voor dit laatste is het Junckerplan opgezet. Het is te vroeg om te oordelen over de effecten van de kwantitatieve verruiming door de Europese Centrale Bank.

1 Economische stagnatie in Europa

Door de Grote Recessie is de economie van de eurozone tussen 2007 en 2014 vrijwel niet gegroeid in reële termen. Het inkomen per inwoner is in die periode zelfs gedaald. Het verlies ten opzichte van een simpele pre-crisistrend bedraagt zo'n 12%. Figuur 1 laat de ontwikkeling van het bbp in de eurozone zien.

Figuur 1 Geen groei in de eurozone sinds 2007



Data van Eurostat.

Door de ongebruikelijk lange en diepe recessie is de laatste jaren onder economen een debat op gang gekomen over de vraag of we in een toestand van permanente – ook wel 'seculaire' genoemd - economische stagnatie zijn terechtgekomen.¹ Summers (2014) koppelt dit aan het feit dat de reële rente onvoldoende kan dalen, Koo (2011) aan de noodzaak voor veel huishoudens en bedrijven om hun balansen op orde te brengen na een periode van excessieve schuldgroei, en Gordon (2012) aan tragere technologische ontwikkeling.²

De prognoses voor de komende jaren suggereren herstel, maar geen duidelijke inhaalgroei. Zo verwacht de Europese Commissie over 2015 en 2016 respectievelijk 1,5 en 1,9% bbp-groei in de eurozone, mede door de lage olieprijs en de depreciatie van de euro.³ Hierdoor lijkt de urgentie voor het nemen van ingrijpende maatregelen af te nemen. Toch is te veel optimisme voorbarig en bestaan er substantiële neerwaartse risico's. Bovendien zijn verschillende problemen die het herstel hebben vertraagd, zoals de omvang van schulden van gezinnen, bedrijven en overheden, de onevenwichtigheden tussen landen binnen de eurozone en de relatief hoge reële rente nog niet opgelost.⁴

Hoe hebben deze factoren het economisch herstel vertraagd, wat zijn daarvan de gevolgen en welke lessen kunnen daaruit worden getrokken voor het beleid op de korte en langere

¹ Dit debat wordt ook gedreven door ontwikkelingen in de VS. Deze policy brief richt zich uitsluitend op de eurozone.

² Voor een overzicht verwijzen we naar Teulings en Baldwin (2014).

³ Zie de Springforecast van de Europese commissie, tabel 1, pagina 1 [\[link\]](#).

⁴ Zie Gelauff et al. (2014) voor drie verschillende economische toekomstscenario's.

termijn? Bij de beantwoording van deze vragen ligt de focus waar mogelijk op de eurozone als geheel en komen de interne onevenwichtigheden en structurele verschillen maar beperkt aan bod.⁵

2 Recessie dieper en langer door balansproblemen en zlb

De duur van een recessie varieert over de tijd en tussen landen, maar ligt normaliter rond de 1,4 jaar (Cerra en Saxena, 2008, p.19). Het herstel in de eurozone laat echter al zeven jaar op zich wachten. Deze afwijkende dynamiek heeft een drietal belangrijke oorzaken. Samen vormen zij een plausibele verklaring voor het gebrek aan economische groei sinds 2007. De eerste lijkt het bestaan van persistente balansproblemen in de eurozone. Ten tweede is in de eurozone sprake van een dubbele dip: na de wereldwijde financiële crisis begon in 2010 de Europese schulden crisis. Het institutionele beleidskader bleek onvoldoende berekend op de asymmetrische gevolgen hiervan. Ten derde loopt de eurozone tegen de natuurlijke ondergrens van nul procent voor de nominale rente aan, de zogenaamde *zero lower bound* (hiernaar wordt in de rest van deze policy brief verwezen met 'zlb').⁶

Normaal werkt herstel als volgt: in een recessie zakt de economie onder het langetermijngroeipad en benut ze haar potentieel niet volledig. Er is dan een *output gap*. De output gap sluit zich geleidelijk doordat een lagere reële rente en reële wisselkoers voor een toename van de vraag zorgen, en lagere lonen en prijzen voor een toename van het aanbod. Hierdoor groeit de feitelijke productie weer toe naar de potentiële productie.

Maar in een zogenaamde balansrecessie hebben publieke en private partijen dermate grote balansproblemen, dat aanpassing via verlaging van prijzen moeilijk werkt. Door de zlb werkt aanpassing via verlaging van de reële rente niet meer.⁷ Dat werkt als volgt.

Balansproblemen ontstaan door een te grote afhankelijkheid van schuldfinanciering. Deze afhankelijkheid leidt tot grotere gevoeligheid voor – negatieve – schokken, zoals een sterke daling van de aandelen- of huizenprijzen, een faillissement van een of meer grote banken of een verlies van producenten- en consumentenvertrouwen dat leidt tot lagere bestedingen. Na een negatieve vraagschok daalt de winstgevendheid van bedrijven en stijgt de werkloosheid. Hierdoor krijgen de rente- en aflossingsverplichtingen op de schuld meer gewicht. Bij grotere schulden veroorzaakt dit een sterkere daling van de bestedingen. Als bovendien prijzen van financiële activa (aandelen) en niet-financiële activa (onroerend goed) dalen terwijl de waarde van de nominale schuld gelijk blijft, ontstaat een negatieve vermogensschok. Deze werkt extra negatief door op de bestedingen. Deels direct vanwege het lagere vermogen en deels indirect, omdat het moeilijker wordt krediet te krijgen.

⁵ Voor een bespreking van de invloed van interne onevenwichtigheden, zie Teulings et al (2011b).

⁶ Nul is niet letterlijk de ondergrens. In de praktijk zien we dat geldmarktrentes en zelfs kapitaalmarktrentes licht negatief kunnen worden. Hall (2015) suggereert een absolute ondergrens van circa -0,7%.

⁷ Zie Lukkezen, Kool en Jacobs (2015) voor een meer analytische en modelmatige illustratie van dit proces.

Hierdoor is een balansrecessie dieper dan een normale recessie en duurt die ook langer, omdat prijsdalingen het schuldenprobleem vergroten. Immers, bij een dalend prijspeil stijgt de reële waarde van de schulden. Dit vergroot de druk om te sparen, c.q. af te lossen op de schuld en zorgt voor een verdere terugval van het bbp. De normale aanpassingsdynamiek in een recessie wordt hiermee sterk bemoeilijkt.⁸

In de decennia vóór 2008 zijn banken, overheden, niet-financiële bedrijven en gezinnen afhankelijker geworden van schuldfinanciering (Gelauff et al. 2014, h7). Als gevolg daarvan is de verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen steeds schever geworden. De kwetsbaarheid hiervan kwam aan het licht bij de start van de financiële crisis: in heel Europa raakten systeembanken in dermate grote solvabiliteitsproblemen dat ze directe of indirecte overheidssteun nodig hadden om te overleven.⁹ De solvabiliteitsproblemen in combinatie met strengere regelgeving leidden tot grote druk op balansherstructurering. Hierdoor werden banken terughoudender in het verlenen van krediet aan de particuliere sector. Hoewel het proces van ontschuldiging ('deleveraging') nog niet voltooid is, zijn de recente totstandkoming van de Europese Banken Unie en de daaraan voorafgaande *Comprehensive Assessment* door de ECB een belangrijke stap in de goede richting. Ten eerste maakt het de kans op faillissement van een systeembank minder groot. Ten tweede kunnen de gevolgen als er wel een faillissement plaatsvindt, in potentie beter opgevangen worden.

Bij huishoudens en niet-financiële bedrijven spelen soortgelijke balansproblemen. Het IMF (2015c) laat zien dat voor de eurozone als geheel de schuldquote van huishoudens steeg van ongeveer 45% van het bbp in 1998 tot 65% van het bbp in 2007. Bij bedrijven steeg deze quote in dezelfde periode van 75% tot circa 105% van het bbp. In individuele landen van de eurozone liggen deze percentages nog aanzienlijk hoger. In landen als Portugal en Spanje zijn de private schuldquotes relatief hoog – en dat geldt met betrekking tot gezinnen ook voor Nederland – terwijl ze in Duitsland en Oostenrijk relatief laag zijn. Sinds het begin van de crisis zijn de quotes dicht bij het bereikte piekniveau gestabiliseerd. Dit signaleert de moeite die het kost om in het verleden opgebouwde schulden te reduceren.

Ook de balansen van de nationale overheden vertonen een heterogeen beeld. Dit was al zo bij de aanvang van de financiële crisis en dit is nog versterkt door de impact van de crisis zelf. Landen zijn in verschillende mate getroffen, afhankelijk van hun economische structuur, de kracht van hun bankwezen en de flexibiliteit van hun economie. In vrijwel alle gevallen ligt de staatsschuldquote nu hoger dan in 2007, in landen als Spanje, Portugal en Griekenland zelfs dramatisch hoger. Dit beperkt de speelruimte en de leencapaciteit van de verschillende nationale overheden aanzienlijk.

De eurocrisis stelde in een aantal opzichten uitdagingen die het nationale beleidskader te boven gingen, terwijl de institutionele kaders op niveau van de eurozone hiervoor onvoldoende waren ontwikkeld. Als gevolg daarvan bleek het lastig om de economie van de

⁸ Als schuldenproblemen allesoverheersend zijn, kan dit tot een schuld-deflatiespiraal leiden, waarbij lagere prijzen voor hogere schulden zorgen en hogere schulden via meer druk op besparingen weer tot lagere prijzen.

⁹ Een systeembank is een grote bank die een zo centrale positie inneemt in het nationale – of Europese – financiële systeem, dat het faillissement van die bank zware schade kan toebrengen aan het totale systeem en aan de reële economie.

eurozone weer op stoom te brengen. In de praktijk is veel tijd en energie gaan zitten in het scheppen van deze noodzakelijke kaders, niet zozeer in het oplossen van de economische problemen. Dit proces ging gepaard met veel onzekerheid over de toekomst van de euro en de eurozone. Drie aspecten verdienen bijzondere aandacht.

De combinatie van internationaal opererende systeembanken en nationaal georganiseerd toezicht en *lender-of-last-resort*-mechanismen maakten het vanaf het begin vrijwel onmogelijk solvabiliteitsproblemen in het bankwezen effectief aan te pakken in Europees verband.¹⁰ Dit in contrast met de VS waar de belangrijkste banken al snel na de start van de crisis onder druk en regie van de federale overheid werden gedwongen hun balansen op te schonen en te herkapitaliseren. In Europa bleek deze aanpak onhaalbaar, waardoor veel tijd verloren ging. Voor de eurozone was dit nog extra problematisch door het ontbreken van voldoende ontwikkelde alternatieve financieringsmogelijkheden voor de private sector.

Iets soortgelijks gold ook voor liquiditeitsproblemen van overheden voor de lidstaten van de eurozone. Omdat zij geen eigen munt meer hebben en geen zelfstandig monetair beleid meer kunnen voeren, leidde het ontbreken van een nationale *lender of last resort* tot grote spanningen op de financiële markten voor overheidsschuld en uiteindelijk tot het opzetten van een noodfonds, opkoopprogramma's en een garantie van de ECB om te doen wat nodig is.

Na de start van financiële crisis is flink gebruik gemaakt van de uitzondering die het Stabiteits- en Groei Pact bood tijdens een grote crisis om zich niet aan de 3%-norm voor het begrotingstekort te houden. In de jaren na 2009 was het begrotingsbeleid in de lidstaten van de muntunie door de formele eisen van het SGP meer gericht op de langetermijnhoudbaarheid van de overheidsfinanciën, dan op de kortetermijnproblematiek. Dit leidde tot krappere begrotingsbeleid dan bijvoorbeeld in de VS. Voor lidstaten die zich in de buitensporigtekortprocedure bevonden, was de verkrapping nog groter (Dicou en De Jong 2014).¹¹ Achteraf lijkt dat niet optimaal, te meer omdat de gevolgen van verkrapping werden onderschat (Blanchard en Leigh 2013).

Ten slotte speelt de zlb een belangrijke rol. In een recessie daalt normaal gesproken zowel de nominale rente als de inflatie, maar daalt de nominale rente meer dan de inflatie zodat ook de reële rente daalt – mede als gevolg van anticyclisch monetair beleid. Bij een lagere reële rente worden consumptie voor huishoudens en investeren voor bedrijven aantrekkelijker. Wanneer de nominale rente echter al nul is, kan deze niet verder omlaag. Monetair stimulerend door het verlagen van de beleidsrente is dan niet meer mogelijk. Een lagere inflatie leidt dan tot een stijging in plaats van een daling van de reële rente en dit werkt de vereiste aanpassing tegen. Met andere woorden, bij de zlb werkt de normale aanpassingsdynamiek in een recessie niet goed meer, omdat een negatieve vraagschok nu niet meer gecompenseerd wordt door een daling van de reële rente. In plaats daarvan moet

¹⁰ Ook de druk van het Europees mededingingstoezicht kan voor nationale autoriteiten een reden zijn geweest om terughoudend te zijn bij het opleggen van bankherkapitalisaties en het daarvoor inzetten van publieke middelen.

¹¹ Landen met een begrotingstekort en staatsschuld die niet aan de SGP-normen voldoen, komen in deze buitensporigtekortprocedure terecht. Zij moeten dan voldoen aan aanvullende doelstellingen voor hun overheidsfinanciën om deze weer binnen de normale kaders te brengen. Dit impliceert bezuinigingen en/of belastingverhogingen.

de hele aanpassing plaatsvinden via de arbeidsmarkt en de goederenmarkt. Dit duurt langer en brengt hogere kosten met zich mee.

De eurozone kent sinds begin 2012 een nominale geldmarktrente van vrijwel nul. Ook de langetermijnrentes zijn historisch laag, mede onder invloed van het kwantitatieve verruimingsprogramma van de ECB. Bovendien is ook de inflatie in de eurozone geleidelijk gedaald en ligt die nu dicht tegen de nul procent aan. In Zuid-Europa is op veel plaatsen al enkele jaren sprake van deflatie.

3 Permanente gevolgen, maar geen eeuwige stagnatie

Normaliter hebben conjunctuurcycli geen noemenswaardig effect op het structurele groeipad van de economie. Voor recessies die gepaard gaan met – of het gevolg zijn van – een financiële crisis, lijkt dit anders te zijn. Dan kan er wel een effect zijn op lange termijn.¹² Daarbij moet onderscheid gemaakt worden tussen permanente niveau-effecten en groei-effecten. Bij een permanent niveau-effect wordt de schade in termen van bbp nooit meer ingehaald, maar kan er uiteindelijk weer eenzelfde groeivoet komen. Bij een permanent groei-effect daalt niet alleen het bbp-niveau eenmalig, maar blijft ook de langetermijngroei lager dan daarvoor. In het extreme geval dat die langetermijngroei nul wordt, spreken we van permanente (seculaire) stagnatie.

Er is overtuigend empirisch bewijs dat er na een financiële crisis een permanent niveauverlies in het bbp kan optreden. IMF (2009b) komt op basis van een historische analyse op een gemiddeld outputverlies van 10 procent bbp zeven jaar na het begin van een bancaire crisis, maar stelt tegelijkertijd dat zo'n verlies niet onvermijdelijk is. Er zijn voorbeelden van landen waar het initiële bbp-verlies wel – meer dan – goedgemaakt wordt op de middellange termijn. Cerra en Saxena (2008) rapporteren outputverliezen van gemiddeld 6 procent voor ontwikkelde economieën. Op basis van recente data schat het IMF (2015a) dat het permanente outputverlies van de recente financiële crisis voor de groep ontwikkelde economieën ongeveer 10 procent van het bbp bedraagt.

Het permanente niveauverlies valt deels te verklaren door de sterke terugval van de investeringen in de periode 2007-2014 ten opzichte van de prognoses vóór de crisis (zie IMF 2015a, 2015b en Lanser et al. 2015). Volgens het IMF zijn de investeringen gedaald onder invloed van 1) lagere afzetverwachtingen, 2) hogere financieringskosten en toenemende problemen om investeringen gefinancierd te krijgen en 3) grotere onzekerheid. De lage afzetverwachtingen kunnen daarbij zelfbevestigend werken. Bij de kredietrestricties spelen balansproblemen een centrale rol. Zowel aan de vraagkant - de investerende bedrijven - als de aanbodkant - de kredietverlenende banken. Een permanente daling van het bbp-niveau vergroot bovendien de balansproblemen doordat schuldquotes stijgen.

¹² In de literatuur wordt daarbij onderscheid gemaakt tussen bancaire crises, valutacrisis en een combinatie van beide.

Een ander deel van de verklaring loopt via de arbeidsmarkt. Als het bbp langere tijd laag is, dan is de werkloosheid langere tijd hoog. Dit kan ertoe leiden dat werknemers ontmoedigd raken, vaardigheden verliezen of een stigma krijgen als langdurig werkloze waardoor ze lastiger bemiddelbaar zijn. De kans hierop is aanzienlijk in de eurozone, zoals Machin en Manning (1999) hebben aangetoond. De structurele werkloosheid kan ook stijgen wanneer arbeid verschuift tussen sectoren en daarbij specifiek menselijk kapitaal verloren gaat, waardoor de productiviteit daalt.

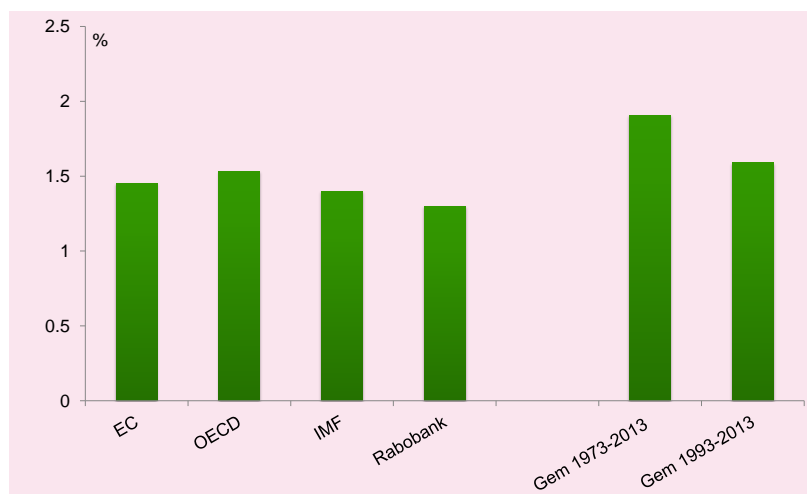
De volgende vraag is of er in een balansrecessie naast een permanent niveauverlies ook een permanent groeiverlies dreigt. Op de lange termijn wordt de groeivoet van de economie bepaald door de groei van de productiefactoren kapitaal en arbeid en de productiviteitsgroei.¹³ Financiële crises beïnvloeden de productiviteitsgroei op langere termijn niet. IMF (2009b) concludeert op basis van een uitgebreide analyse van financiële crises sinds de Tweede Wereldoorlog dat de productiviteitsgroei zich na verloop van tijd herstelt tot ongeveer het percentage van vóór de crisis. Ook voor Japan, het meest recente en bekende voorbeeld van langdurige stagnatie, geldt dat in de periode 2000-2007, na de *lost decade* 1991-2000, weer groeipercentages vergelijkbaar met andere OECD-landen te zien zijn als we corrigeren voor verschillen in bevolkingsgroei (Neuteboom en Lukkezen 2015). Een andere studie van het IMF (2015a) laat zien de schattingen van de productiviteitsgroei in 2013-2014 voor de meeste ontwikkelde landen weer op het niveau van voor de Grote Recessie liggen.

Prognoses van de structurele groeideterminanten suggereren dat de economische groei in de eurozone de komende decennia iets lager zal zijn dan in de afgelopen decennia. Dit ligt niet aan de crisis, maar komt grotendeels door de vertraging en daarna krimp van de potentiële beroepsbevolking en de afnemende stijging van de arbeidsparticipatie van vrouwen. De bijdrage van de productiviteitsgroei is de komende decennia met veel onzekerheid omgeven. Het is lastig te zeggen of de productiviteitsgroei anders wordt dan dat ze in de afgelopen decennia was.¹⁴ Als de trend die IMF (2015a) vindt over het afgelopen decennium doorzet, is deze echter ook licht lager. Figuur 2 geeft een overzicht van de verwachte jaarlijkse groei in de eurozone van 2030 tot 2050 uit verschillende langetermijngroeistudies. De gemiddelde jaarlijks groei uit deze studies bedraagt 1,4%.

¹³ Over de precieze relatie tussen deze factoren en de economische groei bestaat veel discussie in de literatuur, maar niet over het feit dat ze ieder een positieve bijdrage hebben. Neuteboom en Lukkezen (2015) bespreken de economische groeitheorie en de bovengenoemde factoren in meer detail.

¹⁴ Gordon (2012) verwacht bijvoorbeeld weinig additionele groei vanuit ICT-innovatie, terwijl Brynjolfsson en McAfee (2014) een nieuwe doorbraak voorziet vanuit de NBIC-technologieën (nanotechnologie, biotechnologie, informatica en cognitieve technologie).

Figuur 2 Verwachte bbp-groei eurozone 2030-2050 1,4% per jaar



EC = EC (2015), OECD = OECD Economic Outlook, IMF = IMF World Economic Outlook, Rabobank = Stegeman et al (2013).

Een situatie van (semi-)permanente nulgroei en economische stagnatie lijkt dus onwaarschijnlijk. Bovenstaande analyse suggereert dat de economie van de eurozone op lange termijn weer groeit en dat de tegenkrachten die het herstel vertragen, niet eeuwig blijven werken. Balansproblemen lossen zich uiteindelijk op, zij het wel tegen hogere kosten en het evenwichtsniveau van de reële rente stijgt op langere termijn weer (Goodhart 2014). Hierdoor is de zlb niet meer bindend.

4 Huidige uitdagingen voor beleid

Het huidige herstel is nog broos en onzeker. Zo zijn er substantiële neerwaartse risico's: een deel van de eurozone wordt geplaagd door aanhoudende balansproblemen en ook de zlb blijft een probleem. De groei in sommige landen wordt structureel belemmerd door gebrek aan flexibiliteit en concurrentievermogen. Hierdoor is het niet goed te voorspellen of de huidige opleving daadwerkelijk het einde is van zeven jaar economische stagnatie of dat het een tijdelijk fenomeen is. Het leidt tot de vraag wat nationale en Europese beleidsmakers kunnen doen om hogere groei te faciliteren.

Beleid dat erop is gericht de structuur en de flexibiliteit van de economie te verbeteren en te vergroten is op langere termijn goed voor economische groei. Dit omvat flexibilisering van de arbeids- en productmarkten, maar ook het invoeren van een efficiënt en effectief mechanisme om zwakke balansen op te schonen en faillissementen te regelen. Binnen de eurozone is veel behoefte aan structurele hervormingen, met name in landen die een relatief diepe en lange recessie doormaken en relatief zwakke overheidsfinanciën hebben.

Omdat hervormingen op korte termijn kosten met zich meebrengen onder andere in de vorm van hogere werkloosheid, is het economisch gezien wenselijk deze in goede tijden door te voeren. Hervormingen zo timen dat de negatieve effecten in goede tijden vallen, is

echter lastig. Daarnaast wordt in een recessie de urgentie tot hervormen sterker gevoeld en is de bereidheid deze door te voeren groter. De huidige economische omstandigheden zijn daarmee geen sterk argument voor uitstel van hervormingen. De herziene SGP-kaders bieden bovendien extra ruimte voor accommoderend budgettair beleid om de negatieve (bestedings-)effecten van die structurele hervormingen te mitigeren. De combinatie van hervormen en budgettaire accommodatie verkleint het risico op het verlengen van de periode van lage groei en bevordert de groei op langere termijn.

Daarnaast kan overwogen worden om op nationaal niveau publieke investeringen waarvan op lange termijn de baten groter zijn dan de kosten, naar voren te halen. Dit kan zowel bijdragen aan herstel op de korte termijn, omdat het voor meer vraag in de economie zorgt en indirect de lasten van private partijen verlicht, als op langere termijn de economie verbeteren (IMF 2014). Er lijken ook in Europa voldoende projecten met een positieve netto contante waarde voorhanden te zijn (Benink en Van Tilburg 2015). Wel doet zich hierbij het probleem voor dat landen waar zo'n impuls potentieel de grootste effecten heeft, de minste budgettaire ruimte hebben, terwijl landen met voldoende ruimte zich terughoudend opstellen. In principe kan een Europese investeringsimpuls à la het Plan-Juncker een bijdrage aan een oplossing bieden, omdat een aanzienlijk deel van de Europese investeringen gedaan wordt in landen die geen budgettaire ruimte hebben om deze zelf uit te voeren.¹⁵ Niettemin is de effectiviteit hiervan onzeker. Het naar voren halen van infrastructurele investeringen is ook op nationaal niveau geen sinecure. Op Europees niveau komen daar extra institutionele en operationele beperkingen bij. Bovendien heeft de doorwerking van dergelijke investeringen op de economie als geheel zijn tijd nodig. De output gap in een aantal Zuid-Europese landen is echter nog dermate negatief dat uitvoering van het Juncker-plan ook met vertraging effect kan hebben voor het herstelpad.

Aan de monetaire kant is de ECB, na eerdere onconventionele maatregelen, recent gestart met kwantitatieve verruiming om mogelijke deflatie te voorkomen. Naar verwachting heeft dit een bescheiden positief effect op de inflatie en de groei in de eurozone, grotendeels via de depreciatie van de euro. Door het inflatie-effect komt de reële rente dichterbij de evenwichtsrente te liggen en vermindert het negatieve effect dat de zlb op de economie heeft. Het brengt echter diverse risico's met zich mee. De effecten hiervan zijn besproken in CPB (2015a). Andere beleidsmogelijkheden om snel van de zlb vandaan te komen, lijken echter te ontbreken.

De balansen van de grote banken in de eurozone zijn nu veel beter dan een aantal jaren geleden (CPB, 2015b). Om de resterende balansproblemen in de eurozone op te lossen, liggen nieuwe generieke maatregelen op korte termijn niet voor de hand. Er is veel diversiteit tussen de landen van de eurozone ten aanzien van de mate waarin private schulden een probleem vormen en de mate waarin het institutionele nationale kader een snelle aanpak mogelijk maakt. Deze problemen moeten zich dus via het langzame kanaal van

¹⁵ Het Plan-Juncker werd eind 2014 aangekondigd door de Europese Commissie. Het beoogt een Europees Fonds voor Strategische Investeringen op te richten met een omvang van 315 miljard euro om in samenwerking met de Europese Investeringsbank strategische investeringen met een hoog risicoprofiel in de Europese Unie te financieren. Bijvoorbeeld in fysieke infrastructuur, maar ook in duurzame energie en energienetwerken, digitale infrastructuur, onderwijs en gezondheid. Het grootste deel van het geld moet uit de particuliere sector komen,

aflossing en economische groei herstellen. Daar waar nationale overheden met een schuldprobleem zitten, bestaat er geen uitgekristalliseerd kader voor herstructurering. Dit speelt nu met name voor Griekenland. Ondanks eerdere herstructurering lijkt de Griekse staatsschuld opnieuw onhanteerbaar. Hiervoor moet op korte termijn een oplossing worden gevonden. Lukt dat niet, dan worden een Grexit en een ongeordende herstructurering van de Griekse staatsschuld waarschijnlijker. Dit brengt waarschijnlijk hogere kosten met zich mee (zie Teulings et al. 2011a).

5 Lessen voor de toekomst

Er is een drietal lessen te trekken uit de Grote Recessie. De belangrijkste is niet nieuw, maar kan niet vaak genoeg herhaald worden: voorkomen is beter dan genezen. Opnieuw is duidelijk geworden dat economische groei die gedreven wordt door excessieve, procyclische kredietverlening en schuldopbouw, op termijn leidt tot kwetsbaarheid.¹⁶ Het voorkómen van excessieve schuldopbouw bij gezinnen, niet-financiële bedrijven en in de financiële sector is dan ook prioriteit nummer één. Zo kunnen bijvoorbeeld de fiscale prikkels voor het aanhouden van vreemd vermogen worden afgebouwd en kan regulering in de eurozone waar nodig grenzen aan het maximaal te lenen bedrag ten opzichte van onderpand of inkomen stellen. Ook kunnen beleidsmakers een visie ontwikkelen op alternatieven voor schuldfinanciering voor risicodragende investeringen. Bij banken kunnen de toezichthouders strenger kijken naar procyclische elementen in hun financiering en is het wellicht verstandig de minimale liquiditeits- en solvabiliteitsratio's te verhogen. Zowel nationaal als supranationaal zijn in de eurozone ondertussen stappen gezet om verstandig macro-prudentieel reguleringsbeleid te ontwikkelen en het toezicht daarop aan te scherpen, zoals de macro-economische onevenwichtigheidsprocedure.

Ook monetair en budgettair beleid kunnen bijdragen aan meer economische stabiliteit. Het monetaire beleidskader lijkt – mits correct uitgevoerd – toereikend in normale conjunctuurcycli. Hiervoor dient bij een neutrale conjunctuur de nominale rente gelijk te zijn aan de verwachte reële evenwichtsrente plus de verwachte inflatiedoelstelling van de ECB¹⁷ en dient anticyclisch beleid symmetrisch in een op- en neergaande conjunctuur te worden gevoerd. Dat betekent dat het monetaire beleid voldoende conservatief moet zijn in goede tijden. Dit verkleint de boom-bust-cyclus en vergroot de ruimte voor aanpassing als zich toch een sterke terugval voordoet. Uit de relatief lage reële rentes in de periode 2002-2006 blijkt dat het monetaire beleid in de aanloop naar de Grote Recessie te ruim was (IMF 2009a). In dit verband verdient de exclusieve focus op goederen- en diensteninflatie van de ECB aandacht. Dit heeft een positief effect op de verankering van stabiele inflatieverwachtingen en de geloofwaardigheid van de centrale bank, maar kan er wel voor zorgen dat geld- en kredietgroei en relevante ontwikkelingen in de reële economie, of op financiële markten

¹⁶ Consequentie van het beperken van krediet-gedreven groei in economische goede tijden is dat de groei in die goede tijden uiteraard minder hoog is. Dit lijkt de moeite waard als hierdoor de kans op en de omvang van kredietcrises beperkt wordt.

¹⁷ Mocht blijken dat de verwachte reële evenwichtsrente ook op langere termijn laag blijft, dan impliceert dit bij de huidige inflatiedoelstelling van de ECB een vrij lage nominale evenwichtsrente. Dat maakt de kans groter dat in een recessie opnieuw de zlb bereikt wordt. In die omstandigheden is het verstandig om te onderzoeken of de inflatiedoelstelling verhoogd moet worden.

onvoldoende worden meegewogen in het monetaire beleid. Het is onduidelijk of het nieuw ontwikkelde, complementaire macro-prudentiële beleid dit voldoende kan opvangen.

Voor de nationale overheidsfinanciën is het SGP-kader in principe adequaat en zou toepassing daarvan moeten leiden tot een structureel gezonde uitgangspositie. Het toezicht hierop was vóór 2007 echter onvoldoende om afwijkingen te corrigeren. Nationale overheden binnen de eurozone hielden zich voorafgaand aan de Grote Recessie voor het overgrote deel wel aan de letter, maar niet aan de geest van het SGP. Het beleid tijdens de jaren van hoge groei had dus scherper moeten zijn.¹⁸ Voor de toekomst wordt hiermee op Europees niveau rekening gehouden via de middellangetermijndoelstellingen ('MTO') voor de nationale begroting. De uitdaging is om deze in de praktijk te handhaven.

Ondanks allerlei voorzorgsmaatregelen is een nieuwe uitzonderlijk zware recessie op langere termijn niet uit te sluiten. De tweede les is dan ook dat de individuele economieën van de eurozone voldoende robuust moeten zijn om zich snel en effectief aan te kunnen passen. Enerzijds vereist dit een krachtige en flexibele economische structuur, anderzijds voldoende ruimte voor – onconventioneel – budgettair beleid. Voor een belangrijk deel ontstaat die beleidsruimte vanzelf bij een goed structureel budgettair beleid. Hoewel het SGP overheden in sommige omstandigheden al extra ruimte toestaat, namelijk tijdens een grote crisis en om de negatieve bestedingseffecten van structurele hervormingen te verzachten, gelden dergelijke uitzonderingen maar voor een vrij korte periode. Dit heeft geleid tot krap begrotingsbeleid, dat niet optimaal was. Het oprekken van de termijn waarin van de normale SGP-criteria kan worden afgeweken, verdient daarom nader onderzoek. Vanzelfsprekend dient dat gepaard te gaan met bindende afspraken over het binnen de kaders brengen van de overheidsfinanciën op langere termijn.

Het verlengen van de termijn waarop een SGP-uitzondering kan worden gemaakt kan ook belangrijk zijn bij grote balansproblemen in de private sector. Natuurlijk geldt dat de first-best oplossing is zulke problemen te voorkomen. Maar als ze zich voordoen, kan gelijktijdige balansverkorting via aflossing door alle partijen macro-economisch leiden tot een neerwaartse spiraal, omdat alle sectoren in de economie tegelijkertijd hun gewenste besparingen opvoeren, wat leidt tot een diepere recessie. Het ligt dan voor de hand om de overheid pas later te laten bezuinigen. Immers, het is lastig private partijen ertoe te bewegen meer uit te geven als ze er slecht voor staan, en de private sector wordt in de meeste gevallen in sterkere mate geconfronteerd met kredietbeperkingen dan de overheid.

De noodzaak van structurele hervormingen is in de vorige paragraaf al aan de orde geweest. Hier blijkt dat het mes aan twee kanten snijdt. Niet alleen leidt het gemiddeld tot een beter functionerende economie met een hoger bbp, maar tegelijkertijd maakt het de economie beter bestand tegen negatieve schokken. In relatie tot een balansrecessie spelen nationale hervormingen met betrekking tot de procedures rond faillissement en het opschonen van balansen van gezinnen en bedrijven een belangrijke rol. Immers, in een balansrecessie is de

¹⁸ Het conjunctuur-neutrale financieringstekort is een functie van structurele economische groei, de reële rente op lange termijn en de overheidsschuld. Veranderingen in die factoren zouden moeten leiden tot aanpassing van de begrotingskaders. Voor prudent begrotingsbeleid zie ook Lukkezen en Suyker (2013).

eerste prioriteit het verminderen van de meest knellende balansproblemen bij banken, huishoudens, bedrijven en overheden. Dit kan via aflossing, via hogere groei en inflatie, via herstructurering en afschrijving en via vergroting van het eigen vermogen. Hoe langer dit duurt, des te dieper en zwaarder de recessie. Er zijn grote verschillen in efficiëntie en effectiviteit tussen landen op dit punt. Het pleidooi van het IMF (IMF 2015c) om hiervoor adequate wettelijke en institutionele kaders en procedures in te richten verdient dan ook serieuze studie.¹⁹

Een derde les volgt uit de ervaring dat de Grote Recessie in een aantal opzichten uitdagingen stelde die het nationaal beleidskader te boven gingen, terwijl de institutionele kaders op niveau van de eurozone onvoldoende hiervoor ontwikkeld waren. Ondertussen is op verschillende terreinen een nieuwe en betere balans ontstaan tussen nationale en supranationale bevoegdheden. Het is echter onwaarschijnlijk dat de huidige balans de uiteindelijke is. Aandacht voor verdere verbetering blijft gewenst, op de volgende punten:

- De kaders voor het aanpakken van balansproblemen van banken en nationale overheden
- Budgettair beleid
- Monetair beleid.

De recente totstandkoming van de Europese Bankenunie moet toezicht op en afwikkeling van problemen bij Europees opererende banken mogelijk maken. Het toezicht op de grote systeembanken ligt nu centraal bij de ECB en de eventuele afhandeling van problemen is op eurozoneniveau geregeld. Dit is een stap in de goede richting, maar de uitwerking is nog incompleet en verdient meer aandacht, zoals Kool (2014) betoogt.

Voor de herstructurering van schulden van publieke organen en lagere overheden bestaan in vrijwel alle landen heldere regels en procedures. Een permanent kader voor herstructurering van nationale overheidsschuld in de eurozone – denk aan Griekenland – ontbreekt echter nog.²⁰ Mede door het ontbreken van zo'n kader is een uittreden van Griekenland uit de muntunie op dit moment een mogelijkheid.

Verder dringt de vraag op of in een situatie als die van de afgelopen jaren adequate kaders voor begrotingsbeleid op nationaal niveau afdoende zijn. Immers, landen die een impuls dringend nodig hebben, hadden of kregen zelf niet de budgettaire ruimte, terwijl landen die die ruimte wel hadden, zoals Duitsland, weinig behoefte voelden voor additionele investeringen. Tegelijkertijd leidt de sterke onderlinge verwevenheid van de economieën in de eurozone ertoe dat nationale budgettaire impulsen voor een belangrijk deel weglekken naar de rest van de eurozone (Holland en Portes 2012). Hierdoor kan het begrotingsbeleid op eurozoneniveau suboptimaal zijn. Een fiscale impuls op Europees niveau kan in bepaalde gevallen een positieve rol vervullen bij het stimuleren van de vraag, maar een supranationaal kader voor extra overheidsuitgaven ontbreekt. Nadenken over een

¹⁹ Voor schuld van huishoudens geven Van Beers en Bijlsma (2013) een overzicht van de mogelijkheden en de rol van de overheid.

²⁰ Corsetti et al. (2015) doen hiervoor interessante voorstellen.

uitbreiding van het budgettaire kader tot het niveau van de eurozone – in bijzondere omstandigheden - lijkt dus verstandig. Uitbreiding van dit kader kan echter een verdere overdracht van bevoegdheden naar supranationaal niveau met zich meebrengen met politiek-gevoelige repercussies voor de nationale autonomie. Het huidige Plan-Juncker is in feite een experiment in deze richting waarmee leerzame ervaringen kunnen worden opgedaan.

Het monetaire beleidskader in de eurozone is logischerwijs supranationaal. Hier bleek het oorspronkelijke kader ontoereikend om een andere reden, namelijk de beperkingen om individuele lidstaten monetair te steunen. Hiervoor is uiteindelijk het European Stability Mechanism ontworpen. Ook hier geldt dat de ervaring moet leren of dit voldoende is.

Referenties

Van Beers, N. en M. Bijlsma, 2013, Afbouw van consumentenschuld - welke rol voor de overheid?, CPB Achtergronddocument. [\[link\]](#)

Benink, H. en R. van Tilburg 2015, Naar een duurzame euro, Sustainable Finance Lab.

Blanchard, O. en D. Leigh, 2013, Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, *American Economic Review*, Vol. 103(3), pp. 117-20. [\[link\]](#)

Brynjolfsson, E., en A. McAfee, 2014, *Second Machine Age: Work, Progress, and Prosperity in a Time of Brilliant Technologies*, Norton & Company.

Cerra, V. en S. Saxena, 2008, Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery, *American Economic Review*, vol. 98(1), pp. 439–457. [\[link\]](#)

Corsetti, G., L. Feld, P. Lane, L. Reichlin, H. Rey, D. Vayanos en B. Weder di Mauro, 2015, *A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt*, Monitoring the Eurozone 1, London: CEPR. [\[link\]](#)

Centraal Planbureau, 2015, *Centraal Economisch Plan 2015*. [\[link\]](#)

Centraal Planbureau, 2015, CPB Risicorapportage Financiële Markten 2015. [\[link\]](#)

Dicou, D. en J. De Jong, 2014, Aan schuld geen tekort, Tijdschrift voor de Openbare Financiën, vol. 46(3): pp. 156-166. [\[link\]](#)

European Commission, 2015, The 2015 ageing report. [\[link\]](#)

Gelauff, G., D. Lanser, A. van der Horst en A. Elbourne, 2014, *Roads to Recovery*, CPB Boek 11. [\[link\]](#)

Goodhart, C. en P. Erfurth, 2014, Demography and economics: Look past the past, voxEU.org column 4 november 2014. [\[link\]](#)

Gordon, R., 2012, Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds, NBER Working Paper, no. 18315. [\[link\]](#)

Hall, R., 2015, Macroeconomics of Persistent slumps, mimeo, Stanford University. [\[link\]](#)

Holland, D. en J. Portes, 2012, Self-Defeating Austerity?, *National Institute Economic Review*, vol. 222. [\[link\]](#)

International Monetary Fund, 2009a, Lessons for Monetary Policy from Asset Price Fluctuations, World Economic Outlook October 2009, Chapter 3. [\[link\]](#)

International Monetary Fund, 2009b, What's the Damage? Medium-Term Output Dynamics after Financial Crises, World Economic Outlook October 2009, Chapter 4. [\[link\]](#)

International Monetary Fund, 2014, Is It Time for an Infrastructure Push? The Macroeconomic Effects of Public Investment, World Economic Outlook October 2014, Chapter 3. [\[link\]](#)

International Monetary Fund (IMF), 2015, Where Are We Headed? Perspectives on Potential Output?, *World Economic Outlook April 2015, Chapter 3*. [\[link\]](#)

International Monetary Fund, 2015, Private Investment: What's the holdup?, *World Economic Outlook April 2015, Chapter 4*. [\[link\]](#)

International Monetary Fund, 2015, Global Financial Stability Report, April 2015. [\[link\]](#)

Koo, R., 2011, The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics, *real-world economics review* vol. 58. [\[link\]](#)

Kool, C., 2014, Ontwerpfouten bij oprichting Europese Bankenunie, *Economisch Statistische Berichten*, 99 (4684), pp. 262-265. [\[link\]](#)

Lanser, D., M. Ligthart en J. Rhuggenaath, 2015, Investerings in het OESO-gebied: ontwikkelingen voor en na de crisis, CPB Notitie 19 mei 2015. [\[link\]](#)

Lukkezen, J. en W. Suyker, 2013, Naar een prudent niveau van de overheidsschuld, CPB Policy Brief 2013-05. [\[link\]](#)

Lukkezen, J., B. Jacobs en C. Kool, 2015, Macro-economie van balansproblemen en liquiditeitsval, CPB Achtergronddocument, nog te verschijnen.

Machin, S. en A. Manning, 1999, The causes and consequences of long-term unemployment in Europe, in: O. Ashenfelter en D. Card (ed.), *Handbook of Labor Economics*, vol. 3(47), pp. 3085-3139. [\[link\]](#)

Neuteboom, N. en J. Lukkezen, 2015, Structurele determinanten van de groei in Europa, CPB Achtergronddocument, 5 juni 2015. [\[link\]](#)

Stegeman, H., M. Badir en M. Weernink, 2014, Het groeiperspectief van de eurozone, Rabobank Special in Kennis en Economisch Onderzoek, 19 september 2014. [\[link\]](#)

Summers, L., 2014, US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis and the Zero Lower Bound, speech delivered to the National Association for Business Economics' Economic Policy Conference, 24 February 2014. [\[link\]](#)

Teulings, C. en R. Baldwin, 2014, Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures, voxEU.org book. [\[link\]](#)

Teulings, C., M. Bijlsma en J. Lukkezen, 2011, Nederland en de Europese schuldencrisis, CPB Policy Brief 2011/3. [\[link\]](#)

Teulings, C., M. Bijlsma, G. Gelauff, A. Lejour en M. Roscam Abbing, 2011, *Europa in Crisis*, CPB Boek 4. [\[link\]](#)



Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag
T (070) 3383 380

Foto omslag: © Flickr: 7ty9 (CC BY-NC-ND 2.0)

Juni 2015 | ISBN 978-90-5833-694-1