

Van financiële crisis naar depressie?

C.A. de Kam*

Samenvatting

De kredietcrisis die momenteel de economie van gevestigde en opkomende industrielanden teistert, is vooral het gevolg van de te lang volgehouden ruime geldpolitiek in de Verenigde Staten, de verstrekking van hypothecaire leningen aan slechte risico's in dat land en de (wereldwijd) de versluiering van debiteurenrisico's via de introductie van nieuwe financiële instrumenten. Door het geschokte vertrouwen in banken en levensverzekeraars stagneert de kredietverlening. Dit verzwaart de recessie. Overheden hebben op het massieve marktfalen gereageerd met diverse maatregelen om het aangetaste vertrouwen van gezinnen en bedrijven te herstellen: nationalisatie van op omvallen staande banken, kapitaalinjecties voor het bankwezen en verschillende soorten garanties. Centrale banken hebben de korte rente verlaagd en de geldvoorziening verruimd, onder andere door (overheids)obligaties op te kopen. Door de zware recessie is het begrotingssaldo in alle OESO-landen dramatisch verslechterd en loopt de schuldquote – hier en elders – scherp op. Kunnen overheden vertrouwen op de werking van de automatische stabilisatoren, of is aanvullend beleid nodig om het vertrouwen in de werking van financiële markten te herstellen, en perverse prikkels voor actoren in de financiële wereld weg te nemen?

Trefwoorden: recessie, overheidsfinanciën, automatische stabilisatoren, stimulerend overheidsbeleid

1 Monetair beleid, kredietverlening en *asset bubbles*

In de late zomer van 2007 is de financiële crisis (kredietcrisis) een feit. Hij begint in de Verenigde Staten en komt niet uit de lucht vallen.¹ In de voorafgaande periode heeft de Amerikaanse centrale bank – de Federal Reserve – te lang een te ruimhartig beleid gevoerd, door de rente laag te houden. Dit maakt lenen zo goedkoop dat particuliere investeerders en beleggers zich tot over hun oren in de schulden steken om aandelen, huizen en nieuwe financiële producten te kopen. Door de grote vraag stijgen de beurskoersen en prijzen van onroerend goed sterk. Zo ontstaan *asset bubbles*, waarvan viel te voorspellen dat zij ooit zouden leeglopen. Omdat hun bezit op papier steeds meer waard wordt, nemen gezinnen nog weer nieuwe leningen op. Voor de consumenten is het alle dagen feest. Inmiddels tellen machtshongerige bovenbazen kapitalen neer bij fusies en bedrijfsovernames, die zij financieren door nieuwe aandelen uit te geven en – hoofdzakelijk – via leningen van banken en grote beleggers, zoals pensioenfondsen. De Verenigde Staten leven op de pof. Het manco aan nationale besparingen, dat tot uiting komt in een omvangrijk tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans, wordt aangezuiverd via de kapitaalrekening door landen die grote overschotten boeken in de handel met de Verenigde Staten, met name China en een aantal olieproducerende

1 Zie voor een uitvoeriger behandeling van de oorzaken van de kredietcrisis bijvoorbeeld twee Nederlandstalige publicaties: Kragt (2008) en De Kam (2009a).

landen. Deze crediteuren bevinden zich langzamerhand in een uiterst ongemakkelijke positie. Een voortgaande groei van hun economie is in belangrijke mate afhankelijk van aanhoudende vraag van afnemers in de Verenigde Staten. Maar hun uitdijende dollaroverschotten – belegd in staatschuld van de Amerikaanse overheid, aandelen in Amerikaanse bedrijven en in de Verenigde Staten gelegen onroerend goed – vormen tegelijkertijd een toenemend risico, naarmate de koers van de dollar periodiek meer onder druk komt te staan.

De centrale bank van het eurogebied voert in deze jaren een aanzienlijk strakker beleid en houdt de korte rente betrekkelijk hoog. De Europese Centrale Bank (ECB) heeft maar één doelstelling: houd de inflatie dichtbij, maar beneden de 2 procent per jaar. Hoe lager de rente, hoe meer geld er in omloop is, en hoe groter de kans is dat het geld zijn waarde verliest. Vandaar het terughoudende rentebeleid van de ECB. Desondanks weten ook de banken in Europa hun kredietverlening fors uit te breiden, met de zegen van – achteraf gezien – te lankmoedige toezichhouders, die stilzwijgend akkoord gaan met de introductie van gewaagde financiële producten en zich neerleggen bij in toenemende mate uitgeholde bankbalansen. Zodoende draagt het Europese bankwezen zijn steentje bij aan de stijging van beurskoersen en huizenprijzen in de eurozone en het Verenigd Koninkrijk.

In een terugblik noemt het Centraal Planbureau drie verklaringen voor de scherpe kredietgroei in de afgelopen jaren.² Ten eerste regen de financiële innovaties zich aaneen. Een van die innovaties was de *collateralized debt obligation*. Dit is een obligatie die is gekoppeld aan een pakket van uitstaande leningen en hypotheekleningen. Banken voegden die kredieten samen, knipten ze op in plakken en verkochten die door (*originate and distribute*). Het risico op de onderliggende, in het pakket samengebrachte leningen werd zodoende gespreid en voor de tranches met de hoogste *credit rating* kleiner dan het gemiddelde risico van het gehele pakket.

Een tweede verklaring luidt dat banken zich veilig waanden door verleende kredieten tegen het debiteurenrisico te verzekeren via *credit default swaps*. Vanuit een vals gevoel van veiligheid gaven ze ook leningen aan gezinnen en bedrijven die daarvoor gezien hun geringe kredietwaardigheid niet in aanmerking kwamen.

Ten derde beschikken China, andere landen in Azië en olie-exporterende landen, zoals gezegd, over enorme overschotten aan dollars. Zij wensen die voor een groot deel onder te brengen in landen met goed functionerende kapitaalmarkten, in het bijzonder in de Verenigde Staten. Dit immense aanbod van kapitaal heeft – net als het ruime geldbeleid – de rente gedrukt, wat de grotendeels met kredieten gefinancierde zeepbel verder opblies.

2 Groeiende debiteurenrisico's zijn onzichtbaar

Wanneer de Federal Reserve, rijkelijk laat, de touwtjes aantrekt en de rente stapsgewijs verhoogt, stijgen de financieringslasten voor huizenkopers en ondernemingen. Als eersten komen hierdoor arme Amerikanen in problemen, die een eigen huis is aangepraat dat zij zich in feite niet kunnen permitteren. Bonusbeluste tussenpersonen hebben deze onbemiddelde kopers over de streep getrokken met een lage beginrente,

2 Bijlsma en Suyker (2008), 3. Een veel uitgebreider beschouwing over oorzaken en gevolgen van de kredietcrisis is te vinden in het vijfde hoofdstuk van het *Centraal Economisch Plan 2009*; zie: Centraal Planbureau (2009), 105-144.

die bij een veel voorkomende vorm van contract na twee jaar in de pas gaat lopen met de veel hogere marktrente. Daar komen uiteraard brokken van, zeker naarmate de centrale bank de rente geleidelijk verder opvoert.

Banken die *subprime* (weinig kredietwaardige) hypotheeklen op de markt hebben gebracht, zien dat steeds meer huizenbezitters in gebreke blijven om hun rente te betalen. De kans dat zij hun hypotheek ooit nog zullen aflossen, is praktisch gesproken nihil. In de Verenigde Staten levert iemand die zijn verplichtingen niet langer kan nakomen – simpel gezegd – de huissleutels in bij de bank. Daarna gaat hij vrijuit om zijn geluk elders te beproeven, zonder dat zijn verblijfplaats bekend is. Want de Verenigde Staten kennen geen bevolkingsadministratie die vergelijkbaar is met onze burgerlijke stand. Wie in gebreke zijn en blijven zitten, worden gedwongen uit hun huis gezet. Het gevolg was dat de banken zaten opgezadeld met steeds meer leegstaande huizen, die zij probeerden zo snel mogelijk te verkopen. Dit toenemende aanbod zet de woningprijzen verder onder druk. Door de lagere huizenprijzen vermindert de waarde van het onderpand van bijna alle uitstaande hypotheeklen. De verliezen op Amerikaanse (*subprime*) hypotheeklen lopen op in de richting van 1.000 mld. dollar.

Steeds meer partijen in de markt beginnen zich openlijk af te vragen wie eigenlijk voor de zo ontstane schade moeten opdraaien. Aanvankelijk was dit niet direct duidelijk, want de banken hebben veel van hun hypotheeklen van de balans gehaald, gebundeld, ondergebracht in afzonderlijke vennootschappen en vervolgens doorverkocht. Dit leek aantrekkelijk, omdat banken hierdoor minder kapitaal hoefden aan te houden en hogere rendementen konden maken door meer risico te nemen. Deze *special purpose vehicles* verkochten de van de moederbank overgenomen leningen 'herverpakt' aan pensioenfondsen en andere beleggers. Daarbij konden deze kopers kiezen uit schuldpapier met een verschillend risico dat debiteuren hun schuld niet zouden kunnen aflossen (tranches). Het risico dat aan elke tranche kleefde, werd bepaald door erkende ratingbureaus. Deze kredietbeoordelaars hebben de risico's van deze producten (ernstig) onderschat en dus (veel) te hoge waarderingen gegeven aan nieuwe financiële producten die de markt overspoelden.

Ondertussen versluisde deze levendige handel in risico's wie in laatste instantie het debiteurenrisico liep. Wanneer in de loop van 2007 steeds duidelijker wordt dat een groeiende groep huizenbezitters in problemen komt, leidt onduidelijkheid over de verdeling van de risico's tot toenemend wantrouwen tussen partijen op de financiële markten. Steeds meer *special purpose vehicles* raken in de problemen door verliezen op hypotheeklen. Beleggers die de zaak niet meer vertrouwen, stappen met hun geld uit de vehikels. Omdat dit contractueel vastligt, dan wel om reputatieschade te voorkomen, moeten banken vervolgens toch bijspringen en de verliezen van hun vehikels voor eigen rekening nemen. Ook Europese banken hebben fondsen met beleggingen in gebundelde Amerikaanse hypotheeklen en andere complexe producten, waardoor de crisis zich razendsnel over de wereld verspreidt.

Daarmee zijn drie hoofdoorzaken van het ontstaan van de kredietcrisis genoemd:

1. een te lang volgehouden ruime geldpolitiek in de Verenigde Staten;
2. de verkoop van huizen aan mensen van wie gezien hun financiële draagkracht bij voorbaat vaststond dat zij de woonlasten niet zouden kunnen opbrengen; en

3. de versleuteling en versluiering van debiteurenrisico's via nieuwe financiële instrumenten, die tenslotte sterk bijdragen aan het weggevalen vertrouwen tussen partijen die actief zijn op de financiële markten..

Hieraan kan nog worden toegevoegd dat steeds meer aanwijzingen beschikbaar komen dat toezichthouders steken hebben laten vallen. Zij hebben de *asset bubbles* onder hun ogen zien opzwellen, zonder het monetaire beleid tijdig aan te scherpen. De monetaire autoriteiten letten vooral op de (gematigde) ontwikkeling van producenten- en consumentenprijzen en lieten de zeepbel op markten voor vermogensbestanddelen buiten beschouwing. Met name in de Verenigde Staten is niet ingegrepen om de kredietverlening aan voorspelbaar dubieuze debiteuren aan banden te leggen.

3 Kredietverlening in de knel

In de loop van 2008 lijden de banken niet alleen forse verliezen op *subprime* hypotheekleningen, maar ze zien ook andere bezittingen die op hun balans staan flink in waarde dalen. Door onvermijdelijke afboekingen slinkt het eigen vermogen van kredietverlenende financiële instellingen. Dit heeft gevolgen, want toezichthouders en marktpartijen eisen dat banken tegenover de uitstaande leningen een bepaald eigen vermogen aanhouden. Tot voor kort stond tegenover \$1 (dan wel €1) eigen vermogen gemiddeld \$12 (dan wel €12) aan verstrekte leningen, dat is een *leverage* van 1 op 12. Door het verlies van 600 mld. dollar op *subprime* hypotheekleningen (tot eind 2008) is de kredietcapaciteit van de Amerikaanse en de Europese banken dus met het twaalfvoudige van dat bedrag gekrompen: 7.200 mld. dollar. Een analyse van het Centraal Planbureau geeft aan dat banken op andere activa, vooral op hun bezit aan door bedrijven uitgegeven obligaties, door waardedalingen in de loop van 2008 nog eens circa 2.200 mld. dollar hebben verloren.³ In het eerste kwartaal van 2009 is opnieuw sprake van aanhoudende miljardenverliezen bij het overgrote deel van de banken. Bovendien hebben zowel toezichthouders als marktpartijen hun vermogenseisen recent opgeschroefd. Voortaan dienen banken voor elke euro aan uitstaande leningen meer eigen vermogen aan te houden. De *leverage* is effectief verlaagd naar 1 op 10, wat de kredietcapaciteit van het internationale bankwezen in één klap vermindert met 8.500 mld. dollar. Hierdoor, en als gevolg van geleden verliezen, leiden kapitaalinjecties van de overheid tot nu toe nauwelijks tot ruimere kredietverstrekking aan derden en aan collega-banken. Banken zijn veeleer geneigd hun middelen op te potten om de balanspositie te versterken.

Trouwens, de banken wantrouwen elkaar: zijn de collega's nog wel voldoende kredietwaardig? Er leeft onrust bij een deel van de klanten: is mijn spaargeld nog wel veilig? Het klimaat verslechtert snel, wanneer de autoriteiten in de Verenigde Staten op 15 september 2008 toelaten dat de grote Amerikaanse zakenbank Lehman Brothers kopje onder gaat. Plotseling zijn beleggers zich weer haarscherp bewust van het risico dat zij lopen om bij het faillissement van onaantastbaar gewaande bedrijven en financiële instellingen vrijwel al hun geld kwijt te raken. In deze maanden kelderen de koersen, zakken de huizenprijzen – niet alleen in de Verenigde Staten, maar bijvoorbeeld ook in Ierland, Spanje en het Verenigd Koninkrijk – en vliegt de rente omhoog die banken

3 Bijlsma en Suyker (2008), 5-6.

elkaar bij hun onderlinge kredietverlening in rekening brengen. Het wantrouwen is nu zo groot dat het functioneren van het financiële systeem zelf gevaar loopt.

4 Overheden reageren met reddingsmaatregelen

Noodgedwongen springen overheden bij om het financiële stelsel overeind te houden en te voorkomen dat banken massaal omvallen. Dit zou, net als in de jaren dertig van de vorige eeuw, tot een depressie en massawerkloosheid leiden. Met uiteenlopende overheidsmaatregelen zijn inmiddels bedragen gemoeid die het voorstellingsvermogen te boven gaan. In Nederland neemt de overheid voor bijna 17 mld. euro de ABN AMRO Bank en hier gevestigde onderdelen van de Fortis Groep over. Minister Bos (PvdA) realiseert tegen wil en dank een oude socialistische droom. Hij nationaliseert een deel van het vaderlandse bankwezen, zij het wel met de bedoeling de overheidsdeelname in beide banken zo snel mogelijk weer af te stoten. Tevens verstrekt de Staat aan Fortis/ABN AMRO een overbruggingskrediet van 44 mld. euro, dat inmiddels voor een deel is afgelost. Om de kredietverstrekking door enkele van de meest getroffen banken gaande te houden, helpt de overheid ze met kapitaalinjecties. De Nederlandse Staat neemt deel in het kapitaal van ING (10 mld. euro), Aegon (3 mld. euro) en SNS REAAL (0,75 mld. euro) om de vermogenspositie van deze drie financiële instellingen te verstevigen. Daarnaast komt de Staat met ING een back-up faciliteit overeen voor 35 mld. dollar aan Amerikaanse gesecuritiseerde Alt-A hypotheekleningen.⁴

Teneinde hun vermogenspositie te versterken – hun solvabiliteit te verbeteren – kunnen banken natuurlijk ook een beroep op de kapitaalmarkt doen, door een obligatielening uit te schrijven of door nieuwe aandelen te emitteren. Als gevolg van het grote wantrouwen in de markt lukt dit slechts weinig instellingen op eigen kracht. De lening die de bank Van Lanschot eind november 2008 zonder overheidsgarantie plaatst is uitzonderlijk. In januari 2009 haalt de RABO Bank zelfs 5 mld. euro op. Andere instellingen staan er minder florissant voor. Daarom heeft de overheid zich bereid verklaard de aflossing van zulke bankleningen desgevraagd te garanderen. Het met zulke garanties gemoeide bedrag kan oplopen tot in totaal 200 mld. euro. Eind februari 2009 hadden ING (voor 5 mld. euro en 6 mld. dollar), Leaseplan (2,7 mld. euro) en de bank NIBC (2,75 mld. euro) een beroep op deze faciliteit gedaan. De verklaring dat instellingen elkaar (nog) niet aan het overheidsloket verdringen luidt mede dat de overheid aan haar garantiestelling voorwaarden verbindt. De geholpen instelling betaalt een jaarpremie van omstreeks 1 procent van het gegarandeerde bedrag. Daarnaast stelt de overheid eisen aan het beloningsbeleid voor de topbestuurders.

Spaarders schrikken vooral van het faillissement van het IJslandse Landsbanki. Veel van hen hadden, gelokt door de hoge rente, hun spaarduiten toevertrouwd aan de Nederlandse dochter van deze IJslandse bank, Icesave. Icesave opereerde onder beperkt toezicht van De Nederlandsche Bank, omdat de moederbank onder IJslands toezicht viel (en valt). Daarom garandeerde de IJslandse overheid de tegoeden tot circa 20.000 euro.⁵ In oktober 2008 blijkt het eiland praktisch gesproken failliet te zijn. Drie lokale

4 Bij Alt-A hypotheekleningen gaat het om leningen in het marktsegment tussen *prime* (meest kredietwaardig) en *subprime* (minst kredietwaardige) hypotheekleningen.

5 Onder de Nederlandse depositogarantieregeling waren spaarders er zeker van dat zij tot 38.000 euro van hun tegoeden bij een bank terug zouden zien, mocht die bank omvallen. De eerste

banken hebben zich finaal verslikt in ambitieuze plannen voor internationale expansie en de mini-economie van het land biedt in de verste verte niet het draagvlak om hun opgezwollen verplichtingen te kunnen honoreren op het moment dat het vertrouwen in het bankwezen wegvalt. Nederland moet met een lening aan IJsland van ongeveer 1,3 mld. euro bijspringen om ruim honderdduizend spaarders bij Icesave schadeloos te stellen.⁶

Om het geschokte vertrouwen te herstellen, breidt de overheid in het najaar van 2008 de werking van de depositogarantieregeling voor tegoeden bij banken die onder toezicht van De Nederlandsche Bank staan sterk uit. Spaarders krijgen de verzekering dat hun geld bij zulke bankinstellingen – vooreerst voor een jaar lang – tot 100.000 euro (per bank, per spaarder) veilig is. Inmiddels heeft het Ministerie van Financiën bekend gemaakt dat de duur van de verruimde garantieregeling (onbeperkt) is verlengd.⁷

5 Een ongeluk komt zelden alleen

Het is een ervaringsfeit dat de ontwikkeling van de productie in een land in de loop van de tijd een golfbeweging vertoont, waarbij perioden met uitbundige groei (hoogconjunctuur) en recessies (laagconjunctuur) elkaar afwisselen. De recente kredietschok op de financiële markten loopt op noodlottige wijze samen met een wereldwijde afkoeling van de conjunctuur. De economieën van de Verenigde Staten, de Europese Unie, Japan en China dippen op hetzelfde moment. Hierdoor zakt de wereldeconomie weg in de trog van een diepe recessie, die bij sommigen associaties oproept met de Grote Depressie uit de jaren dertig van de twintigste eeuw.

Om de teruggang van de economie op te vangen, schakelt de overheid in tal van landen over op Keynesiaans beleid. Beleidsmakers achten de stimulerende werking van de 'automatische stabilisatoren' – door een groeiend aantal uitkeringen aan werklozen en forse tegenvallers bij de belastingopbrengsten verslechtert het begrotingssaldo, ook zonder maatregelen – onvoldoende. Daarom proberen zij de economische bedrijvigheid op te stoken door de eigen bestedingen van de overheid te verhogen en de belastingen te verlagen. Na een belastingverlaging beschikken bedrijven over extra middelen om te investeren. Dankzij de lastenverlichting zien gezinnen hun koopkracht verbeteren en kunnen ze dus meer in de winkel besteden. Geven zij er de voorkeur aan de extra middelen te sparen, dan verbetert in elk geval de solvabiliteit van het bankwezen. Daarnaast verlagen de centrale banken de rente vanaf het najaar van 2008 met ongekend grote stappen. Door lenen goedkoper te maken hopen de monetaire autoriteiten ondernemers aan te zetten tot het doen van extra investeringen en willen zij gezinnen prikkelen om meer op krediet te consumeren. De banken geven de renteverlagingen tot nu toe echter slechts mondjesmaat door aan hun klanten. Dit is

20.000 euro was volledig gegarandeerd, over de volgende 20.000 euro liepen spaarders een eigen risico van 10 procent.

6 Spaarders ontvingen compensatie tot ten hoogste 100.000 euro, in lijn met het aanzienlijk verhoogde maximum van de garantie voor spaartegoeden bij banken onder toezicht van De Nederlandsche Bank.

7 De Europese ministers van financiën hebben recent een wijziging aangenomen van de Richtlijn inzake depositogarantiestelsels. Daarin is bepaald dat alle EU-lidstaten vanaf 31 december 2010 verplicht zijn deposito's tot 100.000 euro te garanderen. Daarop vooruitlopend heeft de Nederlandse regering besloten de garantie per depositohouder per bankinstelling op 100.000 euro te handhaven.

geen onwil. Maar de toezichhouders eisen dat banken hun vermogenspositie versterken. Dat kan door via de kapitaalmarkt meer eigen vermogen aan te trekken, dus door aandelen en achtergestelde obligaties bij het publiek en grote beleggers te plaatsen. Het eigen vermogen wast eveneens aan wanneer de overheid tijdelijk kapitaal in de bank injecteert. Bankbestuurders kunnen evenwel ook proberen de vermogenspositie van hun bedrijf te versterken door meer winst te maken en deze niet aan de aandeelhouders uit te keren. Banken maken hoofdzakelijk winst doordat zij hun klanten meer rente laten betalen dan zij zelf aan rente kwijt zijn. Door renteverlagingen van de centrale bank niet (volledig) aan hun klanten door te geven, weten banken hun rentemarge te verbreden, de winst op te voeren en de eigen balans te versterken.

Ondernemers en gezinnen worden door de kredietcrisis en de zware recessie hard geraakt. In het *Centraal Economisch Plan 2009* schetst het Centraal Planbureau een somber beeld van de vooruitzichten voor de nationale economie.⁸ Na twee topjaren met een economische groei van 3,5 procent verloor de Nederlandse economie in 2008 in sneltreinvaart stoom. Door het tumult op de financiële markten en de daaropvolgende wereldwijde crisis zal het bruto binnenlands product (bbp) dit jaar naar verwachting met 3½ procent krimpen. Hoofdoorzaak is de voor ons land relevante wereldhandel, die voor het eerst sinds 1975 afneemt, met bijna 10 procent. De bedrijfsinvesteringen en de nieuwbouw van woningen lopen fors terug. De particuliere bestedingen zakken met ¼ procent in. Alleen de overheidsbestedingen blijven toenemen, met 2 procent, nog afgezien van eventuele aanvullende bestedingsimpulsen uit het op handen zijnde 'crisispakket'.

In 2010 volgt dan naar verwachting een gematigd herstel, al daalt het bbp door overloopeffecten het komend jaar nog met ¼ procent. Net als in zijn *Decemberraming 2008* benadrukt het CPB de grote onzekerheden waarmee deze raming is omgeven.⁹ Het geraamde herstel in 2010 leunt in belangrijke mate op de aanname dat de wereldhandel na 2009 weer aantrekt. 'Het herstel zou echter ook eerder, maar vooral ook later in kunnen zetten.'¹⁰

Onder invloed van de zware recessie verdwijnt de krapte uit de arbeidsmarkt. Doordat de werkgelegenheid doorgaans met een vertraging van ongeveer een jaar op de ontwikkeling van de productie reageert, verwacht het planbureau vooral in 2010 een forse stijging van de werkloosheid. In dat jaar zitten bijna 700 duizend mensen zonder werk.

De omslag in de conjunctuur heeft uiteraard ook gevolgen voor de overheidsfinanciën, die vooral tot uiting komen in de verslechtering van het begrotingssaldo en de scherpe stijging van de schuldquote; zie tabel 1. In 2008 blijft het begrotingssaldo nog ruimschoots positief. Vooral dankzij een meevaller bij de aardgaswinst voor de Staat komt het EMU-overschot in 2008 uit op 1 procent van het bbp.

8 Centraal Planbureau (2009).

9 Centraal Planbureau (2009), 13-14.

10 De Jong, Suyker en Verbruggen (2008), 2.

Tabel 1. Begrotingssaldo en overheidsschuld (procenten bbp)

	2007	2008	2009	2010
EMU-saldo	0,3	1,0	-2,8	-5,6
EMU-schuld	45,7	58,1	56,6	62,1
Uitgavenquote	45,4	45,4	48,6	50,7

Bron: Centraal Planbureau (2009), 15 en 175

Dit jaar geeft de overheid 48,6 cent uit van elke in ons land verdiende euro, tegen 45,4 cent in 2008. De sterk stijgende uitgavenquote illustreert dat het kabinet onverkort vasthoudt aan afspraken die tijdens de formatie zijn gemaakt om meer geld uit te trekken voor onderwijs, kinderopvang en zo verder.¹¹ Ook, nu in 2009 de belastingontvangsten en de aardgaswinst naar beneden duikelen. In lijn met de begrotingsregels accepteert het kabinet dit door de recessie veroorzaakte – in beginsel tijdelijke – verlies aan inkomsten.¹² Door de uitgaven te laten groeien en te berusten in lagere collectieve ontvangsten ontstaat volgend jaar een EMU-tekort van 2,8 procent bbp. Zo dragen de overheidsfinanciën automatisch bij aan stabilisatie van de economie, geheel conform het gedachtegoed dat aan het trendmatige begrotingsbeleid ten grondslag ligt.

Hoewel het Centraal Planbureau verwacht dat de economie in 2010 voorzichtig opkrabbelt, verslechtert de positie van de schatkist dan verder. Het CPB voorziet voor het komend jaar een begrotingstekort van 5,6 procent van het bbp. Het Coalitieakkoord bepaalt dat het kabinet, zodra het deficit groter is dan 2 procent van het bbp, aanvullende maatregelen dient te nemen om het tekort tot beneden deze 'signaalwaarde' terug te dringen. Om het tekort met 3,6 procent bbp te verlagen zou het kabinet bij de voorbereiding van de rijksbegroting voor 2010 extra maatregelen moeten treffen die optellen tot 21 mld. euro.¹³ Dat kunnen bezuinigingen zijn, dan wel lastenverzwaringen. In beide gevallen knakt de overheid het nakende economische herstel in de knop. Want minder overheidsbestedingen tasten de omzet van het bedrijfsleven aan. Lagere uitkeringen en lastenverzwaringen kosten consumenten koopkracht, zodat zij minder in de winkel te besteden hebben.

Tijdens de parlementaire behandeling van de *Najaarsnota 2008* bleek dat de twee grootste coalitiepartijen – het CDA en de PvdA – destijds verschillend dachten over de beleidslijn die moet worden gevolgd wanneer de signaalwaarde voor het EMU-tekort wordt geschonden. Het CDA wilde vasthouden aan de gemaakte afspraak, de PvdA wilde die loslaten. Inmiddels erkent ook het CDA dat de feiten de afspraak over de signaalwaarde van het tekort voos hebben gemaakt. Op het moment van schrijven

11 Bovendien is sprake van een substantieel noemereffect: door de geringere groei van het nominale bbp valt de uitgavenquote extra hoog uit.

12 De financiële crisis heeft echter ook structurele gevolgen voor de belastingopbrengst. Zo staat door de gedaalde prijzen van vermogensbestanddelen (effecten, eigen woning) de opbrengst van de inkomensheffing (fictief inkomen in box 3, eigenwoningforfait) hoogstwaarschijnlijk nog vele jaren onder druk.

13 Berekend als $[5,6 - 2,0] / 100 \times 581$ mld. euro.

verschillen CDA en PvdA vooral van opvatting vanaf welk jaar en in welk tempo het omvangrijke EMU-tekort kan worden geredresseerd.

De EMU-schuld is in het najaar van 2008 opgelopen tot meer dan 58 procent van het bbp. De *Macro Economische Verkenning 2009* voorzag voor het afgelopen jaar nog een verdergaande daling van de schuldquote tot 42 procent bbp.¹⁴ De oorzaak van deze omslag ligt – afgezien van het noemereffect – bij de forse kapitaalinjecties die aan enkele financiële instellingen zijn toegediend en bij de feitelijke nationalisatie van een deel van het vaderlandse bankwezen. In zijn bijdrage gaat De Haan hier dieper op in.

6 Toekomstgericht beleid

In de *Decemberraming 2008* en het *Centraal Economisch Plan 2009* benadrukt het Centraal Planbureau op goede gronden dat omvang en tijdsduur van de negatieve gevolgen van de financiële crisis en de conjuncturele inzinking voor de reële economie hoogst onzeker zijn. Het is bij het afsluiten van deze bijdrage – half maart 2009 – te hachelijk om daarover ferme uitspraken te doen. Beleidsmakers staan in de komende tijd voor twee immense opgaven. Ten eerste dienen nationale overheden en de meest betrokken internationale organisaties (G20, EU en IMF) een geloofwaardige reactie geven op de vrije val van de reële economie. Kernvraag bij de besluitvorming in eigen land is: is het voldoende te vertrouwen op de werking van de automatische stabilisatoren, of is een aanvullend crisispakket nodig? Naar mijn eigen opvatting past de Nederlandse overheid hier een terughoudende opstelling.¹⁵ Ten tweede moeten regeringen van de industrielanden een antwoord vinden op de crisis waarin de financiële markten verkeren? Het onderlinge wantrouwen bij de banken is diep geworteld. Daarom zal het tijd vergen voordat financiële markten weer normaal functioneren.

De wilde tijden waarin het zaad van de kredietcrisis is gezaaid komen niet meer terug. 'Ouderwets' bankieren, waarbij de bank op een vertrouwenwekkende manier bemiddelt tussen spaarders en kredietvragers, is terug van weggeweest. Banken moeten niet te groot worden, zodat ze bij wanbeleid kunnen omvallen. Wanneer bankbestuurders er zeker van zijn dat de overheid de kastanjes toch wel uit het vuur haalt is sprake van *moral hazard* en zullen te grote risico's worden genomen. Niet alleen de top van de banken staat bloot aan moreel risico. Een te ruim bemeten depositogarantieregeling sust spaarders in slaap, omdat zij er zeker van zijn bij een eventuele deconfiture hun spaargeld onverkort vergoed te krijgen. Het maximumbedrag van de regeling moet in de toekomst daarom worden verlaagd tot het niveau van voor de financiële crisis.

Het management van banken moet de koers minder richten op het behalen van zo groot mogelijke winsten op de korte termijn, alleen om de aandeelhouders te behagen. Risico's die verscholen liggen in inventieve constructies, die niet op de balans van de banken zijn terug te vinden, dienen daarom transparant te worden gemaakt. Banken moeten er in de toekomst belang bij houden dat debiteuren hun verplichtingen nakomen. Meer in het algemeen zullen banken hun risico's beter moeten meten en bewaken. Deze desiderata worden niet verwezenlijkt, uitsluitend door een moreel appel op de bankiers te doen. De overheid zal de spelregels aanpassen via nieuwe en strengere regulering. Ongetwijfeld komen er tevens verplichte gedragsregels voor de kredietbeoordelaars.

14 Centraal Planbureau (2008), 13.

15 Zie voor de argumentatie: De Kam (2009b).

Voor (groot)aandeelhouders is een belangrijke rol weggelegd. Zij kunnen erop aandringen de beloningsstructuur in de bancaire bedrijfstak te schonen van prikkels die bankiers aanzetten tot het nemen van onverantwoorde risico's. Het toezicht op financiële instellingen zal ongetwijfeld worden verbeterd, zodat het voor hun werknemers en bestuurders niet langer aantrekkelijk is deze risico's te nemen. De regels waaraan financiële instellingen zich moeten houden, dienen daarbij internationaal op elkaar te worden afgestemd. Dit om te voorkomen dat landen, die de ambitie koesteren een financieel centrum te worden, elkaar concurrentie proberen aan te doen met steeds lichtere vormen van toezicht.

Flip de Kam*

* Honorair hoogleraar Economie van de Publieke Sector, Rijksuniversiteit Groningen. Dit artikel bouwt voort op het inleidende hoofdstuk uit De Kam (2009a).

LITERATUUR

- Bijlsma, Michiel, en Wim Suyker (2008), *De kredietcrisis en de Nederlandse economie*, CPB Memorandum nummer 210, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Centraal Planbureau (2008), *Macro Economische Verkenning 2009*, Den Haag: Sdu Uitgevers.
- Centraal Planbureau (2009), *Centraal Economisch Plan 2009*, Den Haag: Sdu Uitgevers.
- Jong, Jasper de, Wim Suyker, en Johan Verbruggen (2008), *Decemberraming 2008: zwaar weer op komst*, CPB Memorandum nummer 209, Den Haag: Centraal Planbureau.
- Kam, Flip de (2009a) (red.), *De kredietcrisis voorbij?*, Groningen: Noordhoff.
- Kam, C.A. de (2009b), *Economie en overheidsfinanciën*, in C.A. de Kam en A.P. Ros (red.), *Jaarboek Overheidsfinanciën 2009*, Den Haag: Sdu Uitgevers (te verschijnen).
- Kragt, Jac. (2008), *De kredietcrisis*, Delft: Uitgeverij Eburon.