

## Kabinet: richt je aandacht op de overheidsfinanciën en exit uit de financiële sector

*R.M.W.J. Beetsma\**

*R.H.J.M. Gradus\*\**

### Samenvatting

Op 17 april 2009 vond een Dreesseminar plaats over de kabinetsplannen die eind maart zijn gepresenteerd voor de aanpak van de gevolgen van de kredietcrisis. Dit artikel is een bewerking van de inleiding van de heer Beetsma tijdens dit seminar. De auteurs zijn van mening dat de stimuleringsmaatregelen van het kabinet weinig effect hebben. Het kabinet had volledig kunnen vertrouwen op de automatische stabilisatoren. De auteurs zetten kritische kanttekeningen bij de manier waarop de financiële instellingen gesteund zijn. De overheid moet een concreet pad uitzetten voor terugtrekking uit de financiële sector.

Trefwoord: kredietcrisis

### Economische ontwikkeling

De ontwikkelingen hebben elkaar razendsnel afgewisseld sinds Prinsjesdag in september 2008, toen de voorspellingen over de economie voor 2009 nog redelijk positief waren en de vooruitzichten voor de overheidsfinanciën als zeer gunstig konden worden bestempeld. De overheidsschuld werd voorspeld te dalen tot beneden de 40% van het bruto binnenlands product (BBP), het laagste niveau sinds begin jaren 80. Ook werd in september voorzien dat het EMU-saldo in 2009 een overschot van 1,3% van het BBP zou laten zien.

Hoe anders is het gelopen. Vrij snel na Prinsjesdag vielen de grote klappen. Lehman Brothers ging ten onder, ABN-AMRO en Fortis werden in twee stappen genationaliseerd, en Aegon en ING kregen kapitaalinjecties. De laatste kreeg bovendien nog een garantie voor zijn portefeuille in Amerikaanse Alt-A hypotheekleningen. De staatsschuld is inmiddels tot rond de 60% BBP opgelopen. Daarin zijn nog niet meegerekend de voorwaardelijke verplichtingen, de garanties die tot extra staatsschuld leiden als ze moeten worden aangesproken, waaronder een garantie voor het interbancaire leenverkeer van maximaal 200 miljard euro. Overigens moet niet worden uitgesloten dat banken na de zomer zullen moeten afschrijven op incurante leningen aan bedrijven en gezinnen en dat nieuwe kapitaalinjecties noodzakelijk zijn (zie ook Beetsma en Gradus (2009)).

De toename van de staatsschuld als gevolg van de reddingsoperaties in de financiële sector is grotendeels buiten de berekening van de overheidstekorten gehouden. Desondanks gaat het overheidstekort, als gevolg van de crisis die er nu ook is in de reële economie, dit jaar naar 3% BBP en volgend jaar naar 5,6% BBP, ruimschoots boven de limiet van het stabiliteits- en groeipact. De Europese Commissie heeft echter aangegeven soepel met de excessieve tekorten om te gaan omdat landen zich in het kader van het

Europese economische herstelplan (European Economic Recovery plan) hebben verplicht om een 1,2% BBP (170 miljard euro) stimulering aan hun economieën te geven. De Commissie kan natuurlijk ook weinig anders want het zijn de lidstaten zelf die over de uitvoering van de bepalingen in het Pact gaan en die bovendien vrijwel alle met te hoge tekorten zitten.

### **Pakket overheidsmaatregelen**

Als gevolg van de snel verslechterende economie kondigde het kabinet in maart een pakket van extra maatregelen aan. Belangrijkste elementen betroffen de beperking van de zorgtoeslag, bezuinigingen op medische behandelingen, extra investeringen in infrastructuur en duurzaamheid, de mogelijkheid voor deeltijd-WW en een verhoging van de AOW-leeftijd van 65 naar 67 jaar, althans als de SER niet komt met een alternatief dat dezelfde financiële besparingen oplevert. Ook kondigde het kabinet extra investeringen aan ter waarde van 6 miljard. Het gaat hierbij onder andere om investeringen in windmolenparken en andere duurzame energie, woningisolatie en een slooppregeling voor oude auto's.

We hebben al eerder onze twijfels geuit bij het voeren van een actief fiscaal beleid, zowel in de richting van extra bezuinigingen als in de richting van extra investeringen (zie ook Beetsma (2009)). Het beste is de zogenaamde automatische stabilisatoren gewoon hun werk te laten doen. Zonder dat er sprake is van een actieve beleidsingreep zal de recessie gedempt worden, doordat de teruggang van het besteedbare inkomen (de belangrijkste bepalende factor voor de consumptieve bestedingen) beperkt wordt door lagere belastinginkomsten van de overheid en meer uitkeringen (vooral werkloosheidsuitkeringen) van de overheid aan gezinnen. De impliciete stimulans die uitgaat van de automatische stabilisatoren behelst al enkele tientallen miljarden euro's. Extra bezuinigingen zijn in de huidige situatie uiteraard niet gewenst. Ze verbeteren weliswaar de overheidsfinanciën, maar de uitverdieneffecten kunnen aanzienlijk zijn en de recessie wordt versteekt. Een beleid van extra bestedingen is nog minder gewenst. Daar zijn verschillende redenen voor. Als eerste leiden de extra bestedingen tot nog hogere tekorten en dus tot een verdere stijging van de staatsschuld. Verder is bij het geforceerd extra besteden de kans groot dat de middelen opgaan aan projecten die weinig nut hebben en de overheid mogelijk opzadelen met langlopende verplichtingen (denk aan de grote infrastructuurprojecten die altijd langer duren en duurder worden dan oorspronkelijk gepland). Voorts lekt de extra stimulering van meer bestedingen voor een groot deel weg naar het buitenland. Weliswaar zal de extra activiteit als gevolg van zulke maatregelen in eerste instantie vooral bij Nederlandse bedrijven terecht komen, de bestedingen uit de extra inkomsten (salarissen en dividenden) komen voor de helft of meer weer in het buitenland terecht. Dat is het nadeel als je een zeer open economie bent; stimulering op nationaal niveau gaat voor een groot deel naar het buitenland. Er zijn echter nog andere redenen om terughoudend te zijn over extra bestedingen. Voor zover ze naar specifieke sectoren (zoals de bouw of de automotive-branch) gaan, leiden ze tot verstoring doordat ze vraag uit andere sectoren wegtrekken. Een goed voorbeeld is de slooppremie voor inlevering van een oude auto bij aankoop van een (bijna) nieuwe auto. De extra besteding aan de nieuwe auto trekt vraag naar duurzame consumptie goederen uit andere sectoren weg. Bovendien wordt de slooppremie door

garagebedrijven op een handige manier in de prijs verdisconteerd, zodat amper van een prijsdaling voor de consument sprake is (zie Hofs, 2009)). Stimulering van specifieke sectoren leidt ook tot precedentwerking: andere sectoren gaan ook bij de overheid op de stoep staan en claimen dezelfde rechten op stimulering te hebben. Een voorbeeld hiervan zijn de architecten, van wie we nog recent een klaagzang mochten aanhoren.

### Financiële sector

In het licht van het bovenstaande gezien, kunnen we er redelijkerwijs vanuit gaan dat de extra investeringen van de overheid niet heel veel effect op de economie zullen hebben, maar ons wel met een nog hoger tekort en een nog hogere staatsschuld opzadelen. Als er extra bestedingen moeten worden gedaan, dan kunnen die het beste worden besteed aan het opschonen van de financiële sector. Dat is waar de problemen zijn begonnen en, zolang de banksector niet gezond is, zal het economische herstel moeilijk worden. De banken zijn cruciaal bij het verschaffen van kapitaal aan de meeste bedrijven (de allergrootste wellicht buiten beschouwing gelaten). Om ze in staat te stellen dit te doen moeten de risico's van een snelle en sterke uitholling van hun vermogenspositie zo klein mogelijk worden gemaakt. Dit is een argument om de zwakste bezittingen van de bank portefeuilles af te splitsen en onder te brengen in aparte vehikels, zodat wat overblijft gezonde banken zijn die hun normale taken weer kunnen uitoefenen. Het verlenen van (dure) garanties zoals aan ING is half werk en lost de fundamentele problemen bij banken niet op.

Met de eerste tekenen van herstel, of deze echt of vals zijn, begint nu inderdaad de discussie te komen hoe de maatregelen die zijn genomen om de crisis te bestrijden kunnen worden teruggedraaid. Het verlagen van de rente en het opkopen van schulden om daarmee geld te pompen in de economie is één ding, maar deze maatregelen moeten weer ongedaan worden gemaakt (dat wil zeggen, de liquiditeit moet weer uit het systeem worden gehaald) als de economieën weer op stoom beginnen te komen. Zo ook met de staatsschuld. Ongerustheid over de hoeveelheid overheidsschuld die verkocht moet worden en de afhankelijkheid van buitenlandse financiers hebben ertoe geleid dat de Amerikaanse Fed nu openlijk oproept tot het terugdringen van overheidstekorten. De lange rente is inmiddels sinds het begin van de economische crisis een vol procentpunt gestegen en we kunnen verwachten dat het daar niet bij blijft. Er zal dus moeten worden nagedacht hoe het oplopen van de staatsschulden kan worden beperkt, want landen komen straks met onhoudbare rentelasten te zitten. Dit moet door op dit moment de actieve stimuleringsmaatregelen zoveel mogelijk te beperken en het communiceren van een heldere exit strategie uit de financiële sector.

Het vraagstuk van de terugdringing van de staatsschuld is immers sterk gekoppeld aan de exit strategie uit de financiële sector. De inmenging in de financiële sector verstoort bovendien concurrentieverhoudingen en leidt tot ongewenste directe bemoeienis van de politiek met de bedrijfsvoering van de overgenomen instellingen. Daarom moeten overheden concrete paden aangeven over hoe ze zich zullen terugtrekken uit de financiële sector. De geluiden van insiders zijn echter niet erg hoopgevend. Zij rekenen op een periode van 5 tot 10 jaar. De belangrijkste reden is dat er zoveel bezittingen in de financiële sector moeten worden terugverkocht aan private partijen, dat dit alleen geleidelijk kan gebeuren. Een groot deel van de nu beschikbare besparingen wordt

bovendien opgeslurpt door de nieuw uit te geven staatsschuld. We hebben dus een vicieuze cirkel waarin overheden aandelen in de financiële sector nemen, daarmee besparingen opslurpen en het dus moeilijk maken om de beleggers te vinden die deze aandelen weer kunnen terugkopen.

### Drie voorstellen

Gegeven de onzekerheden die er voorlopig zullen zijn over de marktomstandigheden, kunnen overheden, en de Nederlandse specifiek, in ieder geval al drie dingen doen. Het eerste betreft (zoals hierboven betoogd) het afsplitsen van slechte leningen portefeuilles van de financiële instellingen waarin de staat een belang heeft. Ten tweede kunnen ze zich committeren tot het weer verkopen van hun aandelen in de financiële sector wanneer de omstandigheden dit weer toelaten (bijvoorbeeld door geplande verkoop te conditioneren op bepaalde kengetallen die de gezondheid van de sector aangeven). Ten derde kunnen de aandelen van de staat in de financiële sector en het management ervan worden ondergebracht in een apart agentschap dat op afstand wordt geplaatst van de politiek. Dit is ook eerder beargumenteerd door Boot et al. (2009). Dit voorkomt dat de Tweede Kamer zich met de details van de bedrijfsvoering bemoeit en dit maakt de verkoop van de staatsaandelen in financiële ondernemingen op termijn gemakkelijker. Maar belangrijker nog: het geeft een geloofwaardig signaal aan de marktpartijen dat de Nederlandse overheid haar beslag op de kapitaalmarkt wil terugdringen als daartoe de ruimte bestaat en zal daarmee de gevreesde rentestijging beperken.

Roel Beetsma  
Raymond Gradus

\* Hoogleraar macro-economie aan de Universiteit van Amsterdam

\*\* Directeur Wetenschappelijk Instituut CDA en hoogleraar Beleid en Economie van de publieke sector Vrije Universiteit

### Literatuur

Beetsma, R. (2009). Laat de Economie Zoveel Mogelijk met Rust!, 17 februari, <http://www.mejudice.nl/node/156>.

Beetsma, R. en R. Gradus (2009). Wees duidelijk over afbouw van staatsschuld, *De Volkskrant*, 12 maart.

Boot, A., Bovenberg, A.L. en W.H. Buiters (2009). Managen crisis gaat financiën ver te boven: Richt een zakelijk agentschap op, *NRC Handelsblad*, 10 maart.

Hofs, Y. (2009). Slooppremie verdwijnt in inruilkorting, *De Volkskrant*, 4 juni.