

# *Tijdschrift voor* Openbare Financiën

**Editie jaargang 41, 2009, nr. 2**

**ISSN 1875-8401**

## Inhoudsopgave

1 Van de redactie <i>L. Hoffman</i>	84
2 Van financiële crisis naar depressie? <i>C.A. de Kam</i>	85
3 De financiële crisis: gevolgen voor de rijksbegroting <i>J. de Haan</i>	95
4 Begrotingsbeleid in turbulentie: open-einderegelingen <i>R.H.J.M. Gradus</i>	107
5 Het gaat om sturend vermogen <i>A. van der Zwan</i>	116
6 Een links antwoord op de kredietcrisis <i>A. Kleinknecht</i>	123

## Colofon

Het Tijdschrift voor Openbare Financiën streeft ernaar het inzicht in de financiële, bestuurlijke en sociaal-economische aspecten van het overheidsbeleid te vergroten en de belangstelling daarvoor te stimuleren. Het TvOF verschijnt een aantal maal per jaar en wordt uitgegeven door de Wim Drees Stichting voor Openbare Financiën. De stichting is een non-profit instelling die grotendeels afhankelijk is van donaties en sponsorbijdragen. Het bestuur hoopt dan ook dat zoveel mogelijk belangstellenden willen toetreden tot de kring van donateurs of van vrienden van de stichting. Van donateurs en vrienden wordt een jaarlijkse bijdrage verwacht van respectievelijk € 35,- en € 75,-.

### *Onderwerpen*

De doelstelling van het TvOF is ruim: het gaat om de (financieel-) economische aspecten van het overheidsbeleid; de wijze waarop dat gebeurt ligt niet op voorhand vast. De doelgroep is die van *geïnteresseerden* in dit vakgebied, kennelijk bedoeld als de groep van wetenschappers, beleidsambtenaren en overige geïnteresseerden. Zonder uitpuddend te willen zijn mag het in het TvOF gaan over de uitgaven, ontvangsten, saldi, schulden en bezittingen van de overheid, over elke vorm van beleid die financieel-economische consequenties heeft, over de organisatie en de besturing van de overheid, en over alle vormen van overheid (Rijk, lagere overheden, ZBO's en dergelijke, EU en andere supranationale organisaties).

### *Redactieadres*

[redactieTvOF@wimdreesstichting.nl](mailto:redactieTvOF@wimdreesstichting.nl)  
Wim Drees Stichting voor Openbare  
Financiën  
Postbus 95328  
2509 CH 's Gravenhage  
Telefoonnummer 070 – 3427359  
/ faxnummer 3427925

### *Redactie*

drs. P.J.C.M. van den Berg, Peter  
prof. dr. F.A.G. den Butter, Frank  
prof. dr. C.L.J. Caminada, Koen  
drs. R. Goudriaan, René  
prof. dr. K.P. Goudswaard, Kees  
prof. dr. C.A. de Kam, Flip  
drs. H.M. van de Kar, Hans  
prof. dr. J.G. A. van Mierlo, Hans  
prof. dr. N.P. Mol, Nico  
prof. dr. C.W.A.M. van Paridon, Cees  
drs. A.P. Ros, Arie  
prof. dr. C.G.M. Sterks, Cees

### *Eindredactie*

drs. L. Hoffman, Leen

### *Abonnement*

Gratis. De bevordering van kennis op het terrein van de openbare financiën vindt zijn weerslag in de laagdrempelige toegang tot artikelen via de [www.tvof.nl](http://www.tvof.nl)

### *Uitgever*

Wim Drees Stichting voor Openbare  
Financiën  
Postbus 95328  
2509 CH 's Gravenhage  
Website: [www.wimdreesstichting.nl](http://www.wimdreesstichting.nl)

**ISSN 1875-8401**

## Van de redactie

De kredietcrisis, ontstaan in de Verenigde Staten, heeft tot een wereldwijde recessie geleid, die ook in Nederland toeslaat. Zowel op korte als op lange termijn zijn economische maatregelen nodig die een eind maken aan het grenzeloze vertrouwen dat de welvaart ombepert en probleemloos voor iedereen kan blijven groeien. Deze aflevering van het *Tijdschrift voor Openbare Financiën* is volledig gewijd aan die recessie. Besproken worden de oorzaken, achtergronden en oplossingsrichtingen voor Nederland. De Kam gaat in zijn artikel in op de oorzaken van de kredietcrisis, op de gevolgen daarvan en op de maatregelen die de diverse overheden daartegen hebben getroffen en nog moeten treffen. Wat zijn de gevolgen voor de begrotingssaldi en schuldquota, mag worden vertrouwd op de werking van de automatische stabilisatoren en hoe wordt het vertrouwen hersteld in het functioneren van de financiële markten?

De Haan beschrijft de gevolgen van de kredietcrisis voor de Nederlandse overheidsfinanciën. Zijn de getroffen Nederlandse maatregelen voldoende effectief? Wat is hun effect op EMU-saldo en schuldquote? Hij concludeert onder meer dat Nederland grote risico's loopt omdat veel maatregelen uit garanties bestaan waarvan het effect op EMU-saldo en staatsschuld onduidelijk is.

Gradus gaat in zijn artikel dieper in op concrete overheidsbestedingen. Hij behandelt de open-einderegelingen die door de kredietcrisis gepaard zullen gaan met begrotingsoverschrijdingen (kinderopvang, AWBZ en sociale-zekerheidsregelingen). Om te grote overschrijdingen te voorkomen wil hij via beperkende polisvoorwaarden of subsidieregelingen komen tot duidelijke keuzes. Het artikel van Gradus is een bewerking en actualisering van zijn inleiding tijdens een seminar van de Wim Drees Stichting op 18 december 2008.

Van der Zwan plaatst de huidige crisis in een historisch perspectief. Hij komt tot een aantal aanbevelingen: geen loonmatiging, maar wel verhoging van de pensioengerechtigde leeftijd, herziening van de renteaftrek op de eigen woning, herschikking van overheidsuitgaven en voor steun aan bedrijven bepleit hij de heroprichting van de Nationale Investeringsbank.

In het laatste artikel bepleit Kleinknecht een geheel andere oplossing van de kredietcrisis. Volgens hem is één van de oorzaken van de crisis het disfunctioneren van de huidige ondernemingsstructuur. Om herhaling te voorkomen bepleit hij het geven van meer macht aan de werknemers, waardoor ondernemingen meer gericht worden op continuïteit op lange termijn.

De artikelen in deze aflevering van TvOF zijn geschreven vóór het bekend worden van de kabinetsplannen ter bestrijding van de crisis.

Leen Hoffman, eindredacteur

## 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 versluiting 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.<sup>1</sup> 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 veel 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 toezichthouders, 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.<sup>2</sup> 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.<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup>

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.<sup>5</sup> 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.<sup>6</sup>

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.<sup>7</sup>

### 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.<sup>8</sup> 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.<sup>9</sup> 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.'<sup>10</sup>

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.<sup>11</sup> 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.<sup>12</sup> 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.<sup>13</sup> 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.<sup>14</sup> 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.<sup>15</sup> 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.

## De financiële crisis: gevolgen voor de rijksbegroting

*J. de Haan\**

### Samenvatting

Dit artikel behandelt de gevolgen van de financiële crisis voor de Nederlandse begroting en het financieringsbeleid van de Staat. De getroffen maatregelen om de financiële stabiliteit te handhaven bestaan grotendeels uit garanties en andere maatregelen die voorsnog geen effect hebben op het EMU-saldo. Wel is de staatsschuld flink toegenomen door onder andere de nationalisatie van Fortis ABN AMRO. Deze extra financieringsbehoefte is grotendeels gedekt door uitgifte van kortlopend schuldpapier, waardoor de financieringsbehoefte in 2009 snel stijgt. Doordat een groot deel van de steunverlening aan financiële instellingen via garantieverleningen is gegeven, komen de risico's die de Nederlandse Staat loopt niet goed tot uitdrukking in de cijfers voor EMU-saldo en staatsschuld.

Trefwoorden: kredietcrisis, staatsschuld

### 1 Inleiding<sup>1</sup>

Bij het indienen van de rijksbegroting voor 2009 ging de regering er nog van uit dat de staatsschuld van Nederland – conform de EMU-definitie – in 2008 zou uitkomen op 250 miljard euro, dat is 42,1 procent van het bruto binnenlands product (bbp). Voor 2009 werd voorzien dat de staatsschuld zou dalen tot 246 miljard euro. De kredietcrisis heeft echter flink roet in het eten gegooid. De economische groei is even verleden tijd en de belastingopbrengst blijft achter bij de eerder opgestelde ramingen. Het gevolg is dat het EMU-saldo van de begroting aanzienlijk verslechtert en de uitstaande schuld oploopt. Veruit de belangrijkste oorzaak van de stijging van de staatsschuld ligt evenwel bij de steunverlening aan de financiële sector. Hoewel deze operatie in de vorm van nationalisatie (Fortis/ABN AMRO) en kapitaalinjecties (ING, Aegon, SNS REAAL) voorsnog geen directe invloed heeft op het EMU-saldo, moest de Staat lenen om deze steunverlening te kunnen financieren.

Mede door de boven beschreven ontwikkelingen staat het management van de staatsschuld weer in de belangstelling. Deze bijdrage behandelt eerst de getroffen maatregelen en de doelstelling van het financieringsbeleid, waarna de samenstelling van de Nederlandse staatsschuld aan de orde komt.

### 2 Maatregelen

De regering heeft naast kapitaalinjecties aan ING, Aegon, SNS REAAL en nationalisatie van Fortis/ABN AMRO nog andere maatregelen genomen om de stabiliteit van het financiële systeem te waarborgen.

Ten eerste is de bestaande depositogarantieregeling uitgebreid. In plaats van maximaal 38.000 euro, krijgen houders van een deposito aangehouden bij een bank die onder toezicht staat van De Nederlandsche Bank voorsnog 100.000 euro volledig vergoed,

---

1 De auteur is dank verschuldigd aan Drs. N. Nahuis en Prof. dr. C.A. de Kam voor hun commentaar op een eerdere versie van deze bijdrage.

mocht die bank niet langer aan zijn verplichtingen kunnen voldoen. Wanneer een beroep op deze regeling wordt gedaan, verslechtert naar verwachting het EMU-saldo.<sup>2</sup> Ten tweede heeft de regering een garantieregeling voor banken in het leven geroepen.<sup>3</sup> Deze is niet relevant voor het EMU-saldo en de EMU-schuld, met uitzondering van de premie die banken verschuldigd zijn wanneer zij een beroep op deze regeling doen. Mocht een bank in gebreke blijven, dan heeft het beroep dat wordt gedaan op de door de Staat verstrekte garantie uiteraard eveneens gevolgen voor het EMU-saldo. Uit de *Najaarsnota 2008* blijkt dat door de maatregelen die zijn genomen in verband met de financiële crisis de stand van de EMU-schuld voor 2008 met maar liefst 15,2 punten van het bbp opwaarts is bijgesteld naar 57,3 procent bbp.

Tabel 1 geeft een overzicht van de bijstelling van de schuld, onderverdeeld naar de belangrijkste componenten. Een lening aan IJsland – om het dat land mogelijk te maken aan depositohouders van Icesave de eerste 20.000 euro van verloren gegane spaargelden te vergoeden – moet nog worden ingevuld. Hierdoor loopt de brutoschuld mogelijk nog iets verder op (met ongeveer 0,2 procent bbp). Overigens valt te bedenken dat tegenover de toegenomen brutoschuld een hoger overheidsbezit in de vorm van financiële activa staat. De nettoschuldpositie van de overheid zal dus minder verslechteren dan de ontwikkeling van het brutoschuld cijfer suggereert. In het *Centraal Economisch Plan 2009* rapporteert het Centraal Planbureau voor 2008 een schuldquote van 58,1 procent bbp.

Tabel 1. EMU-schuld 2008 ten opzichte van de stand Miljoenennota 2009 (procent bbp)

	EMU-schuld
<b>EMU-schuld Miljoenennota 2009</b>	<b>42,1</b>
Deelneming Fortis/ABN AMRO	2,8
Overbruggingskrediet Fortis	8,4
Voorfinanciering IJsland	PM
Kapitaalversterking ING	1,7
Kapitaalversterking AEGON	0,5
Kapitaalversterking SNS Reaal	0,1
Bijstelling CBS EMU-schuld <sup>4</sup>	1,0
Overige mutaties Najaarsnota 2008	0,4
<i>Totaal mutaties</i>	<i>15,2</i>
<b>EMU-schuld Najaarsnota 2008</b>	<b>57,3</b>

Bron: Tweede Kamer (2008–2009a), 2

- 2 Dit is mede afhankelijk van de lastenverdeling die in dat geval met de overige banken wordt afgesproken.
- 3 Het kabinet heeft 200 miljard euro beschikbaar gesteld voor banken met een Nederlandse vergunning, als garantstelling voor de uitgifte van middellang schuldpapier. De garantie strekt zich uit tot niet-achtergestelde leningen zonder onderpand, in de vorm van 'plain vanilla' commercial paper, certificates of deposit en medium term notes, met een looptijd van minimaal drie en maximaal 36 maanden. Naast de hoofdsom wordt ook de rente gegarandeerd. Het Agentschap van het Ministerie van Financiën voert de regeling uit. Banken die een beroep doen op de regeling dienen een garantiepremie te betalen. Aanvankelijk deden alleen autoleasebedrijf Leaseplan en de bank NIBC een beroep op de regeling, ieder voor 1,25 miljard euro, maar inmiddels hebben ook diverse andere banken een beroep op de regeling gedaan.
- 4 In de cijfers voor de EMU-schuld 2007 waren abusievelijk de callgeld leningen ultimo 2007 niet opgenomen.

Sinds het verschijnen van de *Najaarsnota* bleek verdere steunverlening aan ING nodig. Eind januari 2009 werd besloten om ING een zogenoemde 'Illiquid Assets Back-up Facility' (hierna: back-up faciliteit) te verlenen.<sup>5</sup> Na een eerste afwaardering van 10 procent door ING van zijn zogenoemde Alt-A portefeuille, delen de Nederlandse Staat en ING gezamenlijk in de winsten en verliezen op het resterende deel van deze portefeuille. De omvang hiervan is 35 miljard dollar (ongeveer 30 miljard euro). De verhouding voor de verdeling van de winsten en de verliezen op de portefeuille is 80 procent voor de Staat en 20 procent voor ING. ING blijft overigens eigenaar van de portefeuille die bestaat uit gesecuritiseerde hypothecaire leningen waarbij hypotheekgevers geen salarisstroken overleggen. Qua risico zitten deze leningen tussen *prime* (A) en *subprime* in. Deze portefeuille is momenteel niet liquide, omdat de handel in deze instrumenten vrijwel is stil gevallen. Het gevolg hiervan is dat de marktprijs niet noodzakelijkerwijs de economische waarde van de portefeuille vertegenwoordigt. Conform internationale boekhoudstandaarden leiden schommelingen in de marktwaarde echter direct tot een afboeking van het eigen vermogen. "In de huidige marktomstandigheden, met een groot verschil tussen de marktwaarde en economische (intrinsieke) waarde, ontstaan afboekingen via de negatieve herwaarderingsreserve die geen recht doen aan de economische realiteit. En na grondige analyse door onafhankelijke experts blijkt dit het geval bij de Alt-A portefeuille. De back-up faciliteit zorgt ervoor dat de verlagingen van het eigen vermogen via de negatieve herwaarderingsreserve die geen recht doen aan de economische realiteit ongedaan worden gemaakt."<sup>6</sup> Volgens de minister van Financiën zal de faciliteit ING beter in staat om haar intermediairfunctie in de Nederlandse economie te vervullen en leningen te verstrekken aan consumenten en bedrijven. ING heeft zich dan ook gecommitteerd om 25 miljard euro extra krediet te verlenen aan consumenten en bedrijven.

De uitwerking van de faciliteit is tamelijk ingewikkeld. De Staat ontvangt van ING 80 procent van de kasstromen die uit de portefeuille voortkomen. Dit zijn de rentebetalingen van de hypotheekhouders, aflossingen van hypotheekleningen en vervroegde aflossingen van hypotheekleningen. De Staat betaalt ING jaarlijks een *funding fee*, die een vaste component van 3 procent en een variabele component bevat. Ook betaalt de Staat ING een *management fee* voor het beheer van de portefeuille van 925 miljoen dollar in netto contante waarde. ING betaalt de Staat 10 jaar een *garantiefte* voor het overnemen van het risico van 85 miljoen dollar per jaar.

Volgens de minister van Financiën ontstaat in het meest waarschijnlijke scenario een jaarlijkse positieve netto kasstroom voor de staat, maar in het stress-casescenario zullen er jaren zijn met een negatieve netto kasstroom voor de staat.<sup>7</sup> De kans op het meest waarschijnlijke scenario is circa 75 procent, terwijl de kans op de stress case circa 25 procent bedraagt. De geschatte winst in het eerste geval is 2 miljard dollar en het geschatte verlies in het tweede geval is 600 miljoen dollar. Indien de portefeuille achterblijft bij de verwachting, zal dit ten laste gaan van het EMU-saldo. Indien de

---

5 Tweede Kamer (2008-2009d).

6 Tweede Kamer (2008-2009d), 3.

7 Aannames van de base case zijn onder meer: een daling van 35 procent van de huizenprijs in de VS vanaf de top met uitschieters van 60–65 procent prijsdaling in de zwaarder getroffen gebieden als Florida en California. De aannames in de stress case zijn nog negatiever: een verdere huisprijsdaling van 10–15 procent en een hoger oplopende werkloosheid (Tweede Kamer 2008-2009e).



Nederlandse Staat profiteert van een waardestijging van de portefeuille, dan komt ook dit tot uitdrukking in het EMU-saldo.

De minister van Financiën verdedigt de gekozen oplossing als volgt: "De gekozen back up faciliteit zit tussen kopen en garanderen in. De Staat hoeft geen grote directe investering te doen waardoor de staatsschuld zou toenemen. Daarbij deelt de Staat in tegenstelling tot een garantie wel in de winsten. Voor ING levert het als voordeel op dat de risico's van de Alt A portefeuille worden begrensd en er kapitaal vrijvalt. Door de verdeling in de winsten en verliezen van 80–20 behoudt ING bovendien de prikkel voor een goed beheer van de portefeuille."<sup>8</sup>

Lang niet iedereen is hiervan overtuigd. Buiter (2009) is uitgesproken kritisch over de aanpak om giftige leningen te garanderen: "this toxic asset insurance scheme is without redeeming social value: it is inefficient, unfair and expensive to the tax payer. Apart from that it is great." Volgens Buiter is de portefeuille naar het oordeel van de markt niet meer waard dan 65 procent van de nominale waarde, zodat de afschrijving van 10 procent door ING in geen verhouding staat tot het risico dat de staat loopt. Buiter plaatst ook kritische kanttekeningen bij het verstrekken van een management en funding fee aan ING: "Since ING continues to own the assets .... and would have had to manage and fund them in any case, the payment by the state of a management and funding fee to ING is ludicrous." Een laatste bezwaar is dat zo lang een verlies zich niet voordoet, de faciliteit niet op de balans van de staat of in het begrotingsaldo tot uitdrukking komt. "With nothing showing up on the government balance sheet or in the government budget unless and until a loss materialises, the government does not, given the general economic illiteracy of its interlocutors in Parliament, the media and the public at large, have to subject itself to up-front accountability for the contingent exposure it has incurred."

De steunverlening aan financiële instellingen heeft ook geleid tot aanpassing van de begrotingsregels. Het kabinet heeft besloten dat alle kosten en opbrengsten van interventies met als doel het stabiel houden van het financiële systeem, als ook ontvangen garantiepremies en mogelijke schade-uitkeringen die voortvloeien uit de garantieregeling voor bancaire leningen en het depositogarantiestelsel, buiten de uitgavenkaders blijven. Dit geldt ook voor de back-up faciliteit voor ING. Daarmee werken alle kosten en opbrengsten van de interventies in de financiële sector direct door in de staatsschuld.<sup>9</sup> Door de hogere overheidsschuld vallen de rentelasten in 2008 en 2009 naar verwachting hoger uit, maar doordat de rentelasten niet relevant zijn voor het uitgavenkader, leidt dit niet tot aanvullende maatregelen onder het kader.<sup>10</sup>

### 3 Doelstelling van het financieringsbeleid

Bij het financieringsbeleid gaat het vooral om de vraag welk type leningen met welke looptijd de overheid dient uit te geven om in haar financieringsbehoefte te voorzien. De minister van Financiën is eindverantwoordelijke voor het financieringsbeleid, maar het

---

8 Tweede Kamer (2008-2009d), 4.

9 Tweede Kamer (2008-2009b), 1. Mocht als gevolg van schades bij een van de genoemde garantieregelingen de signaalwaarde voor het EMU-saldo van –2 procent bbp worden bereikt, dan zullen geen additionele maatregelen worden getroffen. Voor het reguliere begrotingsproces blijft de signaalwaarde wel van kracht.

10 Naar verwachting valt door de recente financiële interventies de rentelast in 2009 0,4 procent bbp hoger uit, maar hier staan eventuele dividend- en renteontvangsten tegenover.

Agentschap van het Ministerie van Financiën is belast met de uitvoering ervan. De algemene doelstelling van het Nederlandse beleid is schuldfinanciering tegen zo laag mogelijke kosten (de verwachte rentelasten in de begroting), onder acceptabel risico voor de begroting.<sup>11</sup> Het risico bestaat uit de gevoeligheid van de rentelasten voor schommelingen in de marktrente. Andere landen hanteren een vergelijkbare doelstelling.<sup>12</sup>

Er bestaat een afruil tussen kosten en risico. Bij een normale rentetermijnstructuur is de door beleggers in staatspapier geëiste rentevergoeding hoger, naarmate de looptijd van het financiële instrument langer is. In dit geval is het goedkoper om kort te lenen. De risico's van een dergelijke strategie zijn echter ook aanzienlijk. Schuld met een kortere looptijd moet eerder en vaker worden geherfinancierd. Wanneer de rente stijgt, nemen de interestlasten voor de overheid dan in rap tempo toe. Een korte looptijd impliceert immers dat aflopende leningen snel tegen de nieuwe, hogere rente moeten worden geherfinancierd. Bovendien fluctueert de korte rente sterker dan de lange rente, waardoor de kans dat de feitelijke rentelasten afwijken van de verwachte rentelasten groter is dan bij de keuze voor schuld met een langere looptijd. Door beide factoren wordt de schuldmanager *vaker* aan *meer* risico blootgesteld.<sup>13</sup>

Dit maakt een keuze nodig welk risico acceptabel is. In de jaren 2003–2007 is gekozen voor een jaarlijks basisrisicobedrag van 9 procent bbp. Dit is het bedrag waarvoor binnen een jaar de rente (opnieuw) wordt vastgesteld en waarover de Staat dus renterisico loopt. Het is opgebouwd uit schuld die moet worden geherfinancierd plus de swaps – dit instrument wordt uitgelegd in paragraaf 3. Ieder jaar lost de Staat een deel van de schuld af, omdat leningen aflopen. Daarnaast kan in het lopende jaar op beperkte schaal sprake zijn van vervroegde aflossingen, omdat de Staat een permanente inkoopfaciliteit beschikbaar stelt waarmee beleggers bepaalde oude leningen vroegtijdig kunnen terugverkopen aan de Staat.<sup>14</sup> Deze schuld moet worden geherfinancierd. De volatiliteit van de rentevoet bepaalt hoe sterk de rentelasten, gegeven het basisrisicobedrag, kunnen wijzigen. Het effect op de rentelasten is immers gelijk aan het basisrisicobedrag, vermenigvuldigd met het verschil tussen (a) de gemiddelde couponrente op het aflopende deel van de schuld en (b) de rente op nieuw uitgegeven schuld.<sup>15</sup> Het basisrisicobedrag is zowel het bedrag dat de Staat jaarlijks *maximaal* wil blootstellen aan rentewijzigingen als het bedrag dat de Staat jaarlijks *minimaal* opnieuw wil financieren. Minder herfinanciering zou betekenen dat gemiddeld minder kort wordt gefinancierd dan binnen de randvoorwaarde van een acceptabel risico mogelijk is. Uitgaande van een stijgende rentecurve zou dat te duur zijn. De keuze voor een basisrisicobedrag van 9 procent bbp sloot destijds aan bij de herfinanciering van Europese landen die met Nederland vergelijkbaar zijn en met de destijds bestaande portefeuille. Behalve het risicokader, zijn aanvullende regels gesteld voor het financieringsbeleid. Jaarlijks wordt via meer dan één type lening schuld uitgegeven (met een looptijd van

11 Tweede Kamer (2008–2009c), 7.

12 Wolswijk en De Haan (2005).

13 Agentschap (2007).

14 Op het moment van schrijven gaat het hierbij overigens om slechts één lening.

15 Agentschap (2007). De rentelasten zijn natuurlijk tevens afhankelijk van tegenvallers in het begrotingsaldo, het zogenoemde incidentele risico. Deze tegenvallers moeten volledig tegen de geldende rentevoet worden gefinancierd. Op het incidentele risico (volatiliteit in het begrotingsaldo) werd niet gestuurd.

drie respectievelijk tien jaar), per lening wordt een liquide omvang bereikt (minimaal 10 miljard euro) en het volume op de geldmarkt dient voldoende te zijn om onverwachte schommelingen in de financieringsbehoefte op te vangen.

Het Agentschap heeft het beleid over de periode 2003–2007 onlangs geëvalueerd. De belangrijkste conclusies van dit onderzoek zijn als volgt. Ten eerste blijkt het in de praktijk lastig te zijn om het basisrisicobedrag te realiseren. Dat geldt vooral als mee- en tegenvallers in het kassaldo zich pas laat in het jaar manifesteren, waardoor onvoldoende tijd resteert om nog bij te sturen. Bij meevallers neemt het basisrisico af en moet worden verkort via swaps om alsnog het bedrag van 9 procent bbp te halen, terwijl tegenvallers nopen tot verlenging. Ten tweede is het beleid volatieler dan wenselijk is. Dat is het gevolg van het feit dat het basisrisicobedrag was gedefinieerd als percentage van het bbp. Mee- of tegenvallende economische groei leidde daardoor tot wijzigingen in het acceptabele risicobedrag in euro's (noemereffect). Ten slotte is het beleid niet voldoende efficiënt. Dat wil zeggen dat het mogelijk is om goedkoper te lenen bij hetzelfde risico.<sup>16</sup> Als uitkomst van deze evaluatie worden kosten en risico voor de periode 2008–2011 daarom afgewogen aan de hand van een zogenoemde benchmark. Volgens het Agentschap is een benchmark "transparant. Die transparantie wordt gewaardeerd door de markt én maakt de (politieke) aansturing van de schuldmanager gemakkelijker."<sup>17</sup> De benchmark heeft bepaalde verwachte rentelasten en een risico dat die lasten hoger zullen zijn. De rentekosten van de feitelijke instrumenten en het bijbehorende risicoprofiel kunnen periodiek tegen de benchmark worden afgezet. Voor Nederland bestaat de voor de periode 2008–2011 geselecteerde benchmark uit de continue fictieve uitgifte van nominale leningen met een looptijd van zeven jaar. Als de uitgifte van een bepaald instrument, gegeven een bepaald risico, tot kostenvoordelen leidt ten opzichte van deze benchmark, is het aantrekkelijk om dit instrument uit te geven. In tegenstelling tot het kader waarbij op een risicobedrag van 9 procent bbp werd gestuurd, beweegt de benchmarkportefeuille niet mee met de conjunctuur. Hiervoor is bewust gekozen, omdat schommelingen in de conjunctuur er mede toe hebben geleid dat het risicokader minder goed werkbaar was dan aanvankelijk werd beoogd. Volgens het Agentschap zijn portefeuilles met een gecentreerd risicoprofiel, zoals de gekozen benchmark, bovendien efficiënter dan portefeuilles met een grillig profiel.<sup>18</sup>

#### 4 Samenstelling van de Nederlandse staatsschuld

Om de doelstelling van het financieringsbeleid te realiseren, kunnen verschillende instrumenten worden ingezet. Het grootste deel van de financieringsbehoefte wordt gedekt door uitgifte van obligatieleningen op de kapitaalmarkt, de zogenoemde Dutch State Loans (DSLs). Een staatsobligatie is een bewijs, vroeger van papier, nu in elektronische vorm, dat iemand een vordering op de Staat heeft. Deze leningen hebben een vaste looptijd en de houder van de staatslening ontvangt jaarlijks rente. Ook dit gaat tegenwoordig automatisch, via elektronische weg.

Afhankelijk van de financieringsbehoefte worden jaarlijks één tot drie nieuwe leningen uitgegeven, met looptijden die kunnen variëren van drie tot dertig jaar. Alleen zogenoemde primary dealers – dertien banken die staatsleningen afnemen, promoten en

---

16 Agentschap (2007), 29.

17 Agentschap (2007), 5.

18 Agentschap (2007), 44.

distribueren – kunnen nieuw uitgegeven staatsobligaties kopen. Particulieren en beleggers kunnen via de primary dealers deelnemen of via hun bank obligaties op de secundaire markt kopen. Uitstaande staatsobligaties kunnen eenvoudig worden gekocht of verkocht.<sup>19</sup> Volgens cijfers van het Agentschap, wisselt dagelijks circa 1,5 tot 2,5 miljard aan obligaties van eigenaar. Ongeveer 20-30 procent hiervan loopt via AMS (MTS Amsterdam N.V.).<sup>20</sup> Dit is een elektronisch handelssysteem tussen primary dealers dat transparantie biedt. Het systeem is *quote driven*: de primary dealers zetten gedurende de dag steeds een prijs voor aan- en verkoop van staatsleningen in het systeem. Deze prijzen zijn bindend. Sinds april 2008 kunnen primary dealers kiezen tussen verschillende platformen (ICAP Electronic Broking, EUREX Bonds, BGC Brokers en MTS) om hun quotes af te geven.

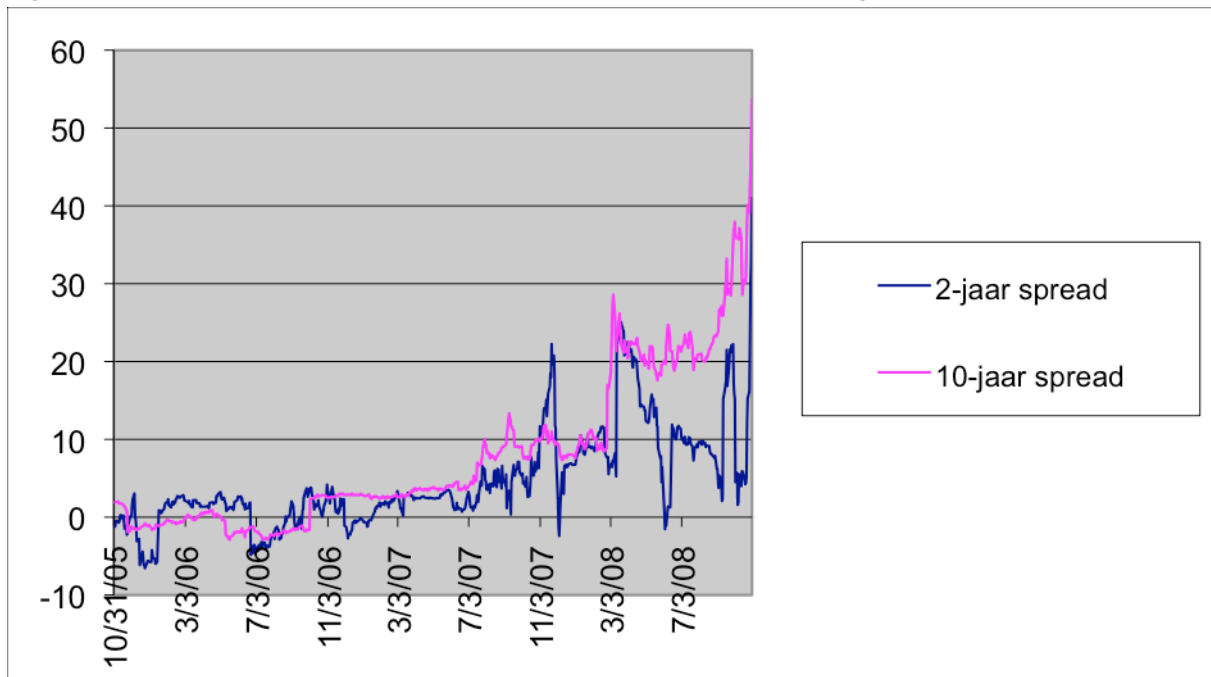
Het is voor de Nederlandse Staat van belang dat leningen ook na de uitgifte aantrekkelijke beleggingen blijven. Liquiditeit van de markt is hierbij erg belangrijk. Een markt is liquide als grote aan- en verkooporders verhandeld kunnen worden zonder dat dit een substantieel effect op de prijs (koers) heeft. Een liquide secundaire markt leidt ertoe dat beleggers bereid zijn om Nederlandse staatsleningen tegen een lagere prijs te kopen. Om de liquiditeit van de leningen te bevorderen, wordt ernaar gestreefd om leningen in voldoende omvang (minimaal 10 miljard euro) uit te geven. Daarom worden sommige leningen meer dan eens open gesteld (zogenoemde on-the-run programma's). Figuur 1 toont het verschil tussen de rente op Nederlandse staatsleningen met looptijden van twee respectievelijk tien jaar, ten opzichte van vergelijkbare Duitse staatsleningen. Het is opvallend dat in 2008 het renteverskil (yield spread) toenam. Volgens het Agentschap valt deze beweging niet toe te schrijven aan een door beleggers gepercipieerd toegenomen kredietrisico, maar is zij uitvloeisel van een toenemend verschil in liquiditeit van Duitse en Nederlandse staatsleningen. Gezien het tijdstip waarop de yield spread begint te stijgen, valt mijns inziens echter zeker niet uit te sluiten dat het kredietrisico van de Nederlandse staat is toegenomen.

---

19 Vaak kunnen coupons (het recht op de rentebetaling) en obligaties onafhankelijk van elkaar worden verhandeld. Men spreekt dan van 'Seperate Trading of Registered Interest and Principal Securities' (STRIPS). Alle Nederlandse staatsobligaties vanaf 1999 zijn om te ruilen voor strips en omgekeerd. Een strip- en destripfaciliteit draagt bij aan de verhandelbaarheid en liquiditeit van staatsleningen.

20 MTS Amsterdam is een gezamenlijke onderneming van de Nederlandse Staat, de primary dealers voor Nederlandse staatsleningen en MTS SpA (Italië).

Figuur 1. Yield spread DSLs ten opzichte van Duitse staatsleningen (basispunten)



Bron: Agentschap (2008)

Tabel 2 maakt duidelijk dat Dutch State Loans veruit het grootste deel van de Nederlandse langlopende staatsschuld uitmaken. Aan onderhandse leningen staat nog slechts een zeer bescheiden bedrag van 1,4 miljard euro uit.

In 2009 is het Agentschap voornemens om 48 miljard euro uit de kapitaalmarkt te halen door drie nieuwe leningen uit te geven (met looptijden van drie, vijf en tien jaar) die diverse keren worden heropend.<sup>21</sup> Zelfs een aantal off-the-run leningen zal worden opengesteld. Het Agentschap sluit ook de uitgifte van een DSL in buitenlandse valuta niet uit. Zoals in het tekstkader wordt toegelicht, is een groot deel van de extra benodigde middelen voor steunverlening aan de financiële sector in eerste instantie gedekt via korte leningen; zie ook de onderste regel van tabel 2. De herfinanciering hiervan zal grotendeels via uitgifte van DSLs plaatsvinden.

<sup>21</sup> Agentschap (2008), 26.

Tabel 2. Samenstelling staatsschuld, 1998–2008 (miljard euro)

Jaar	Kapitaalmarkt		Geldmarkt	
	DSL	Onderhandse leningen	DTC	CP
1998	163,7	18,0	6,8	
1999	173,9	10,8	5,1	
2000	168,7	5,5	5,5	
2001	171,7	2,7	5,8	
2002	169,8	2,2	16,1	0
2003	180,5	2,0	20,4	0
2004	195,2	1,8	17,8	0
2005	200,5	1,8	18,1	0
2006	196,1	1,5	14,0	0
2007	190,8	1,5	16,8	0
2008 (oktober)	188,5	1,4	52,6	24,8

Bron: Agentschap

De uitgaven en ontvangsten van de Staat leiden dagelijks tot fluctuaties in het schatkistsaldo, dat wordt aangehouden op een rekening bij De Nederlandsche Bank (DNB). Daarnaast houden diverse andere overheidsinstellingen, zoals de socialezekerheidsfondsen, die deelnemen aan het geïntegreerde middelenbeheer hun liquiditeitspositie aan in de schatkist. De dagelijkse liquiditeitsbehoefte van het Rijk en deze instellingen wordt gedekt op de geldmarkt. Leningen met een looptijd tot twee jaar worden meestal tot de geldmarkt gerekend. Door een deel van de schuld te financieren op de geldmarkt wordt bovendien een buffer aangebracht die onverwachte wijzigingen in de financieringsbehoefte kan opvangen. Op de geldmarkt worden verschillende instrumenten ingezet, waaronder Dutch Treasury Certificates (DTCs). DTCs worden uitgegeven in looptijden van drie tot en met twaalf maanden op vooraf vastgestelde data. De uitgifte van DTCs vindt plaats op discountbasis. Dit houdt in dat ze worden verkocht tegen minder dan 100 procent van de hoofdsom die aan het einde van de looptijd wordt afgelost. Het verschil tussen aankoopwaarde en hoofdsom is het behaalde rendement voor de belegger. Sinds 2001 worden DTCs ook verhandeld. Hierbij speelt AMS op het vlak van de prijsvorming voor DTCs een vergelijkbare rol als voor DSLs. Naast de markt voor DTCs bestaat een markt voor deposito's, dat wil zeggen leningen met een zeer korte looptijd, van één dag tot enkele weken. Banken, overheden en grote bedrijven verstrekken deze leningen aan elkaar. De Staat gaat deposito's aan om tijdelijke kasfluctuaties aan te zuiveren.

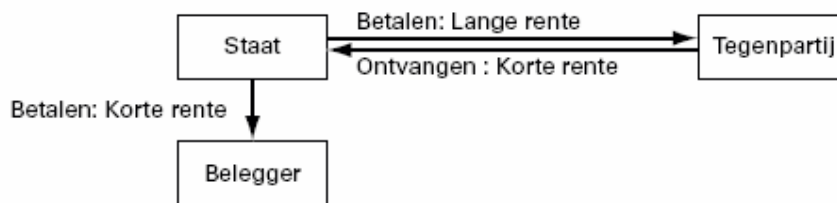
In juli 2007 introduceerde het Agentschap een nieuw geldmarktinstrument: Commercial Paper (CP). Het gaat om gestandaardiseerd schuld papier met korte flexibele looptijden, variërend van een week tot drie maanden.<sup>22</sup> CP dient als 'brug' tussen de kortlopende deposito's en de langer lopende DTCs. Volgens het Agentschap (2008), maakt de inzet van dit derde geldmarktinstrument het cashmanagement flexibeler, doordat beter kan worden ingespeeld op de financieringsbehoefte op korte termijn. CP

<sup>22</sup> CP kan ook een langere looptijd hebben, maar om te voorkomen dat CP concurreert met DTCs beperkt het Agentschap zich tot genoemde looptijden.

wordt niet alleen in euro's uitgegeven, maar ook in vreemde valuta (Amerikaanse dollars en Britse ponden). Door de lancering van CP in vreemde valuta kunnen nieuwe groepen beleggers worden bereikt. Bovendien kan door het uitgeven in vreemde valuta een kostenvoordeel worden behaald. De uitgifte van CP leidt zo tot goedkopere financiering van de staatsschuld. Het valutarisico dat uitgifte in vreemde valuta met zich brengt wordt volledig afgedekt met valutaswaps. Uitgifte van CP vindt plaats via vijf geselecteerde dealers. Momenteel zijn dat: ING, Deutsche Bank, Credit Suisse, Citi Group en Barclays. In 2009 is het Agentschap voornemens om 28,3 miljard euro te lenen op de geldmarkt.<sup>23</sup> Hierbij is er vanuit gegaan dat Fortis Bank Nederland haar kortlopende schuld van 34 miljard euro (zie tekstkader) in 2009 aflost.

Ten slotte maakt het Agentschap gebruik van swaps. Een swap is een contract waarin partijen overeenkomen om rentes in verschillende looptijden met elkaar uit te ruilen. De partij die een vaste rente betaalt aan de tegenpartij en een variabele, korte rente ontvangt, creëert zekerheid over een deel van zijn toekomstige rentelasten. Hier hangt een prijskaartje aan, omdat over het algemeen de vaste rente hoger is dan de variabele, korte rente. Swaps maken het mogelijk om het renterisico te sturen, onafhankelijk van de kapitaalmarktuitgifte. Wanneer het wenselijk wordt geacht om in een gegeven jaar minder risico te lopen – dat wil dus zeggen, over een hoger bedrag de rente vast te zetten –, dan is het niet nodig om een lening onder de minimale omvang uit te laten komen en meer uit te geven in een langere looptijd. De mogelijkheid bestaat dan om een korte lening uit te geven en vervolgens een swap af te sluiten waarbij de Staat de korte rente ontvangt en lange rente betaalt; zie figuur 2.<sup>24</sup> Door de inzet van swaps kan het risico in de portefeuille als gevolg van uitgifte van kapitaalmarktleningen worden bijgestuurd in de richting van de benchmark.

*Figuur 2. Werking swap*



Bron: Tweede Kamer (2004–2005), 10

<sup>23</sup> Agentschap (2008), 26.

<sup>24</sup> Het kredietrisico (dat wil zeggen, het risico dat de tegenpartij in een swap zijn verplichtingen niet nakomt) wordt afgedekt door onderpand.

### Financiering van de steunverlening aan de financiële sector

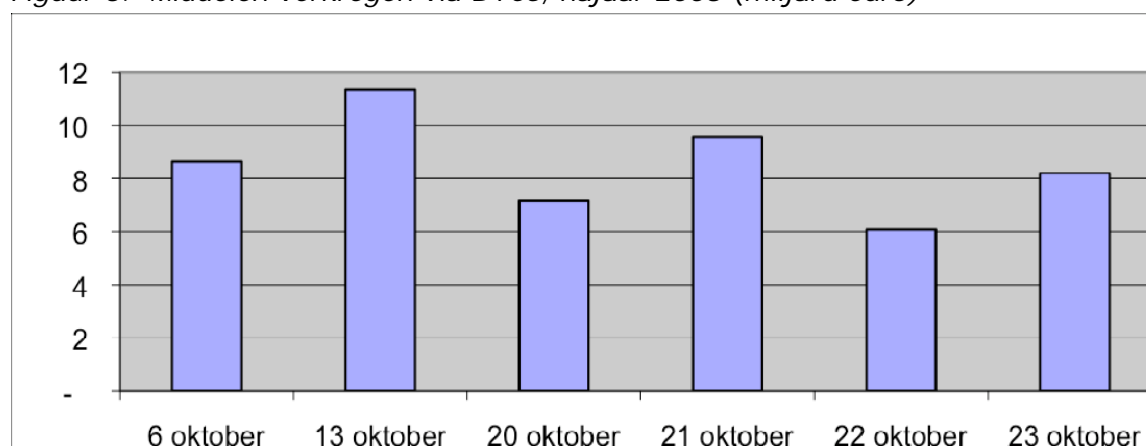
Zoals in paragraaf 1 is uiteengezet, moest de Staat in het najaar van 2008 in betrekkelijk korte tijd bijna 81 miljard euro lenen om de steunverlening aan de financiële sector te financieren. Tabel 3 vat samen hoe dit bedrag is opgebouwd en hoe het is gefinancierd. Een aanzienlijk deel van de benodigde middelen werd binnengehaald via DTCs. Het aantal DTC- programma's en de frequentie van de veilingen werd verhoogd. Ook een aantal 'off-the-run' programma's werd geopend. Op deze manier werd in korte tijd veel geleend; zie figuur 3. Half november 2008 stond voor 66,9 miljard euro uit aan DTCs. Naast DTCs werd ook CP uitgegeven. Op 14 november stond voor 8,5 miljard uit aan CP in euro's, 10,4 miljard aan CP in dollars en 0,6 miljard aan CP in Britse ponden.

Tabel 3. Financiering steunverlening financiële sector (miljard euro)

Behoefte uit hoofde van:	Totaal	Middellange termijn	Korte termijn
Overname Fortis Bank Nederland (FBN)	16,8	16,8	
Overname korte schuld van FBN <sup>25</sup>	34,0		34,0
Overname lange schuld FBN	16,0	16,0	
Deelname ING, AEGON, SNS Reaal	13,7	13,7	
<b>Totaal</b>	<b>80,5</b>	<b>46,5</b>	<b>34,0</b>
Dekking via:			
Kapitaalmarkt DSLs	5,0		
Kapitaalmarkt onderhandse plaatsing	10,0		
Geldmarkt	65,5		
<b>Totaal</b>	<b>80,5</b>		

Bron: Agentschap 2008

Figuur 3. Middelen verkregen via DTCs, najaar 2008 (miljard euro)



Bron: Agentschap (2008)

25 Fortis kan bij het Agentschap lenen tegen Euribor met een opslag. De maximale ruimte om te lenen is beperkt tot 40 miljard euro en maximaal 5 miljard euro extra voor het opvangen van dagelijkse fluctuaties. De maxima worden periodiek naar beneden bijgesteld op basis van de capaciteiten van Fortis om zelf financiering aan te trekken. Afgelopen tijd is het beroep circa 34 miljard euro geweest.



## 5 Conclusies

Het financieringsbeleid van de Nederlandse Staat werd in 2008 sterk bepaald door de steunverlening aan financiële instellingen. De financieringsbehoefte liep hierdoor sterk op. Terwijl de *Miljoenennota 2009* nog rekening hield met een daling van de staatsschuld, stond de teller in november 2008 door de steunverlening op 288 miljard euro. Een groot deel van de extra financieringsbehoefte van circa 80 miljard euro is gedekt op de geldmarkt, grotendeels via DTCs, maar ook door uitgifte van Commercial Paper, voor het eerst zelfs CP luidend in buitenlandse valuta. Het gevolg van deze vorm van financiering is dat de financieringsbehoefte in 2009 sterk oploopt. De bedoeling is dat in 2009 in deze behoefte voor het grootste deel wordt voorzien via de kapitaalmarkt. Bij het financieringsbeleid wordt gebruik gemaakt van een 'benchmark'. Voor Nederland bestaat deze voor de periode 2008–2011 uit de continue fictieve uitgifte van 7-jaars nominale leningen. Als uitgifte van een bepaald instrument, gegeven een bepaald risico, tot kostenvoordelen leidt ten opzichte van de benchmark, is het aantrekkelijk om dit instrument uit te geven.

Doordat een groot deel van de steunverlening aan financiële instellingen via garantieverleningen is gegeven, komen de risico's die de Nederlandse Staat loopt niet goed tot uitdrukking in de cijfers voor EMU-saldo en staatsschuld. Deze risico's zijn momenteel zeer omvangrijk.

Jakob de Haan

\* Prof. dr. J. de Haan, Hoogleraar Politieke Economie, Rijksuniversiteit Groningen.

## LITERATUUR

- Agentschap (2007), *Risicomanagement van de staatsschuld. Evaluatie van het beleid 2003–2007 & Beleid 2008–2011* (<http://www.dsta.nl/> onder financieringsbeleid)
- Agentschap (2008), *Outlook 2009* (<http://www.dsta.nl/>)
- Buiter, W.H. (2009), *Insuring toxic assets: throwing good tax payers' money after bad private money* op: <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/02/insuring-toxic-assets-throwing-good-tax-payers-money-after-bad-private-money/>
- Tweede Kamer (2004–2005), *Vaststelling van de begrotingsstaat van Nationale Schuld (IXA) voor het jaar 2005*, 29 800 hoofdstuk IXA, nr. 2
- Tweede Kamer (2008–2009a), *Najaarsnota 2008*, 31 792, nr. 1
- Tweede Kamer (2008–2009b), *Brief van de minister van Financiën aan de Tweede Kamer*, 31 371, nr. 43
- Tweede Kamer (2008–2009c), *Vaststelling van de begrotingsstaat van Nationale Schuld (IXA) voor het jaar 2009*, 31 700 hoofdstuk IXA, nr. 2
- Tweede Kamer (2008–2009d), *Brief van de minister van Financiën aan de Tweede Kamer*, 31 371, nr. 95
- Tweede Kamer (2008–2009e), *Brief van de minister van Financiën aan de Tweede Kamer*, 31 371, nr. 125
- Wolswijk, G., en J. de Haan (2005), *Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes*, ECB Occasional Paper nr. 25, Frankfurt: European Central Bank

## Begrotingsbeleid in turbulentie: open-einderegelingen

R.H.J.M. Gradus\*

### Samenvatting

Zowel vanuit een goede werking van de uitgavenkaders als vanuit het structurele perspectief van de vergrijzing en de arbeidsmarkt is een kritische herziening van open-einderegelingen met overschrijdingen noodzakelijk. De huidige budgettaire problematiek als gevolg van de kredietcrisis onderstreept deze noodzaak. In dit artikel wordt ingegaan op de AWBZ en de kinderopvang. Voor beide regelingen worden aanbevelingen gedaan, die overschrijdingen terugdringen en beide regelingen beter doen functioneren. Tevens wordt ingegaan op de sociale zekerheidsregelingen, die ook een forse overschrijding laten zien. Ook hier worden enkele aanbevelingen gedaan.

Trefwoorden: begrotingsbeleid; open-einderegelingen, kinderopvang, AWBZ

### 1 Inleiding

Tijdens een seminar van de Wim Drees Stichting op 18 december 2008 werden de uitgangspunten van het begrotingsbeleid bediscussieerd. Omdat de economische situatie sinds het verschijnen van de Miljoenennota in september behoorlijk is veranderd, is het goed om dit begrotingsbeleid en in het bijzonder de open-einderegelingen te beschouwen. Immers, ook in deze crisistijd zijn automatische stabilisatoren goede instrumenten omdat conjuncturele stimulering voor een open economie als de Nederlandse weinig zoden aan de dijk zet en vragen over de timing oproepen (zie ook Sinn, 2008).<sup>1</sup>

Inmiddels is duidelijk geworden dat de overheidsfinanciën zullen ontsporen in 2009 en 2010. In het *Centraal Economisch Plan 2009* voorziet het CPB een tekort voor 2009 van -3 procent bbp en voor 2010 van -5,6 procent bbp (CPB, 2009). In Miljoenennota werd nog een staatschuld voorzien van 39,6 procent bbp in 2009. Voor 2010 voorspelt het CPB een staatsschuld van 62,1 procent, terwijl Beetsma en Gradus voorspellen dat de staatschuld verder zal oplopen tot 80procent bbp (Beetsma en Gradus, 2009). Dit betekent dat de houdbaarheidsopgave (d.i. een zodanige inrichting van de collectieve uitgaven dat de last niet eenzijdig naar de volgende generaties wordt doorgeschoven) in deze kabinetsperiode aanzienlijk zal verslechteren. Het is dus van het grootste belang dat het kabinet met een geloofwaardig pakket komt om de verslechtering van de houdbaarheidsopgave te redresseren. Hierbij is mijn inziens ook een kritische blik op de open-einderegelingen zoals AWBZ en kinderopvang noodzakelijk.

Ook is het aanpassen van deze open-einderegelingen vanuit structureel oogpunt noodzakelijk. Vergrijzing en afnemend arbeidsaanbod moeten bij deze aanpassingen belangrijke ankerpunten vormen. Ik zal achtereenvolgens de kinderopvang en de AWBZ bespreken. Mijn conclusie is dat de kabinetvoornemens verstandig en noodzakelijk zijn. Wel zal ik bij de AWBZ iets andere accenten leggen en aangeven dat verdere stappen

---

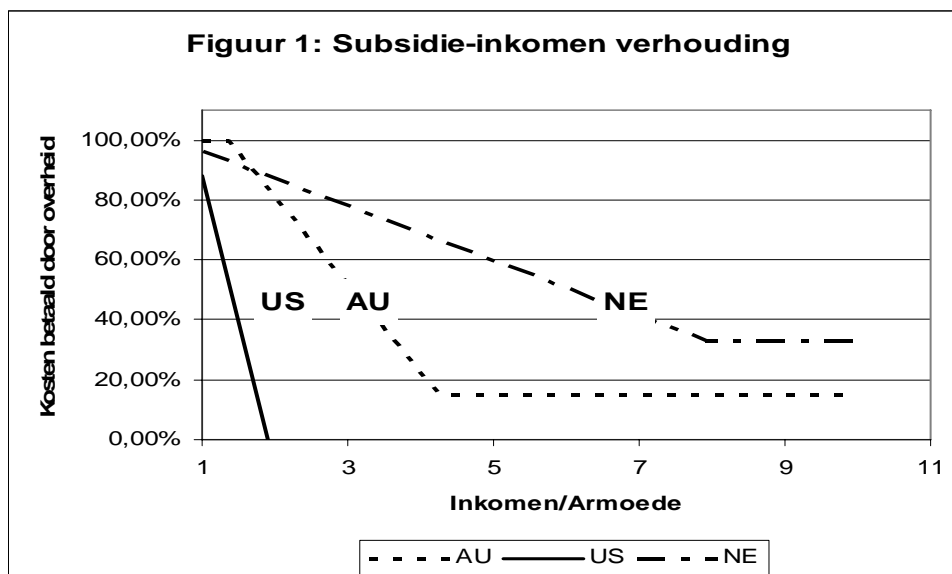
1 Dit werd zeer treffend verwoord door de Duitse econoom Hans Werner Sinn: "Conjunctuurprogramma's zijn strovuren om de grote eiken blokken aan het branden te krijgen ... Waarom zou ik mijn stro nu al verstoken als ik het dadelijk harder nodig heb?".

bijvoorbeeld aangaande scheiden, wonen en zorg ook in deze kabinetsperiode noodzakelijk zijn (zie ook WI-CDA, 2008). Tot slot zal ik een andere belangrijke open-einderegeling, de sociale zekerheid, bespreken en in het licht van de huidige kredietcrisis aangeven dat aanpassing noodzakelijk is om te voorkomen dat we schieten in de oude reflex van de jaren tachtig van meer sociale zekerheid en afwenteling. Ik besluit met enkele conclusies.

## 1 Kinderopvang

Sinds 1 januari 2005 is de nieuwe wet Kinderopvang van toepassing. Belangrijkste wijziging is dat de financiering via de ouders loopt (en niet meer via de instellingen). Er is dus sprake van vraagfinanciering. Deze systeemwijziging zal tot tevredenheid leiden. Voorts hebben in de jaren 2005, 2006 en 2007 forse extra investeringen in de kinderopvang plaatsgevonden. Betaalden ouders in 2005 gemiddeld nog 37 procent van de kosten, in 2007 was dit gedaald naar 19 procent (Jongen, 2008). Hierdoor kreeg de vraag naar formele kinderopvang een grote impuls. Omdat ook informele kinderopvang en gastouderbedrijven voor (gedeeltelijke) vergoeding in aanmerking komen is de subsidie fors toegenomen.

In internationaal perspectief is de Nederlandse overheidsbijdrage aan de (formele) kinderopvang hoog. Als we ons beperken tot een drietal landen die vormen van vraagfinanciering kennen (VS, Australië en Nederland) dan is de hoge Nederlandse bijdrage opvallend (zie figuur 1).<sup>2 3 4</sup>



2 Omdat systemen van aanbodfinanciering een andere wijze van sturing hebben en de vraag beter kunnen reguleren, wordt volstaan met het in kaart brengen van landen met vraagfinanciering.

3 De auteur dankt Mildred Warner van Cornell University voor hulp bij het vervaardigen van deze figuur.

4 Uitgangssituatie in deze figuur is een gezin met één kind. Voor de VS wordt voor de kinderopvangbijdrage het gemiddelde genomen van 50 Amerikaanse staten en de armoedegrens is gebaseerd op de officiële armoedegrenzen zoals die door de overheid worden gepubliceerd. De laatste beschikbare gegevens dateren uit 2000. Voor Nederland zijn de data afkomstig uit 2007 en als armoedegrens wordt de bijstandsnorm genomen. Ook voor Australië zijn de data afkomstig uit 2007 en als armoedegrens wordt de Henderson Poverty Line (HPL) genomen.

In de Verenigde Staten wordt alleen op het niveau rond de armoedegrens een aanzienlijk deel van de kinderopvangkosten door de staat vergoed. In Australië geldt dit voor een niveau tot circa drie maal de armoedegrens en voor ieder huishouden wordt tenminste 15 procent vergoed. Nederland kent daarentegen een veel langer afbouwtraject en alle huishoudens krijgen tenminste 33 procent van de kinderopvangkosten vergoed.<sup>5 6</sup> De extra impulsen in Nederland hebben geleid tot een formalisering van informele opvang. De formele kinderopvang heeft sinds 2005 een stijging laten zien van 26 procent en de gastouderopvang zelfs een groei van 227 procent (zie TK, 2008). Het groeiende gebruik van de kinderopvangregeling heeft verschillende oorzaken waaronder het goedkoper worden van de kinderopvang en de verplichte werkgeversbijdrage (ingevoerd in 2007). Bovendien kwamen meer ouders voor kinderopvangtoeslag in aanmerking. Veel ouders die gebruik maakten van informele opvang zijn door de verruimde wetgeving overgestapt op formele opvang met recht op kinderopvangtoeslag. De stijging in de afgelopen jaren is in belangrijke mate terug te voeren op de substitutie van formele voor informele kinderopvang (zie ook Jongen, 2008). De huidige ingrepen die zowel aangrijpen bij de aanpassingen in de ouderbijdragetabel alsmede bij het tegengaan van oneigenlijk gebruik zijn dan ook onontkoombaar omdat de effecten op de arbeidsparticipatie nihil zijn (zie Jongen, 2008). Uiteraard is het wel ongelukkig dat het kabinet de kinderopvang eerst aanzienlijk goedkoper maakt en vervolgens weer duurder. De opportuniteit van de intensiveringen in eerdere jaren moet dan ook betwijfeld worden.

Bij de huidige maatregelen is van belang dat de keuzevrijheid overeind moet blijven. Dat de keuzevrijheid een aandachtspunt kan zijn in een systeem van vraagfinanciering, blijkt uit een empirische vergelijking van de groei van kinderopvanginstellingen tussen 1999 en 2006 (zie Noailly et al., 2007). Daarin wordt aangegeven dat sinds de introductie van de nieuwe wet Kinderopvang de kinderopvangvoorzieningen naar verstedelijkte gebieden met een hogere koopkracht zijn verschoven.<sup>7</sup> Dit betekent dus minder aanbod op platteland en in gebieden met een relatief laag inkomen. Het verdient daarom aanbeveling na te gaan of het aanbod uitgehouden wordt in dunbevolkte gebieden en achterstandsgebieden.

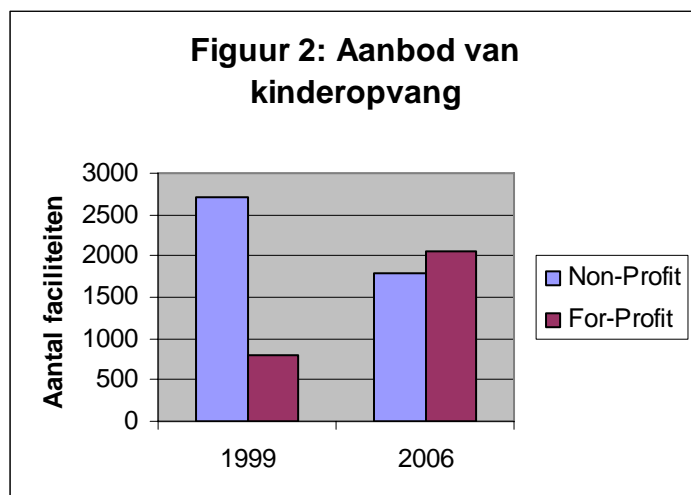
Opmerkelijk is ook de aanzienlijke daling van het non-profitaanbod tussen 1999 en 2006 (zie figuur 2).

---

5 Voor twee kinderen en meer bedraagt deze vergoeding tenminste 85 procent.

6 In 2006 kwamen zelfs politieke partijen met voorstellen voor 'gratis' kinderopvang. Dit is echter onbetaalbaar.

7 In hun analyse wordt Nederland in 2500 postcodegebieden opgedeeld. Vervolgens vergeleken zij de situatie in 2006 met die in 1999-2001. 35 procent van de postcodegebieden met een gemiddeld inkomen van € 22.300 en gemiddelde urbanisatie van 0.41 (0: verstedelijkt minder, 1: de grote stad) laat een verhoging van een aantal kinderopvanginstellingen zien en 40 procent van de postcodegebieden met een gemiddeld inkomen van € 21.500 en gemiddelde urbanisatie van 0.14 laat een daling zien (zie Noailly et al., 2007, p. 11).

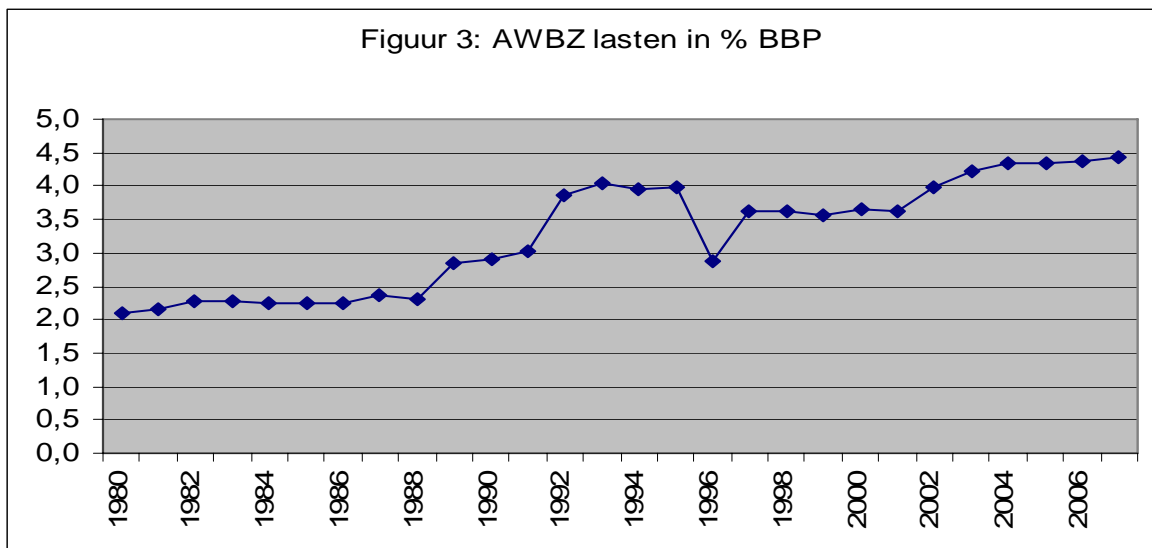


In 1999 was 77 procent van de kinderopvanginstellingen non-profit, in 2006 was dit nog 47 procent. Uit de buitenlandse literatuur blijkt dat non-profits vooral een verschil kunnen maken in marktsegmenten met achterstandsgroepen (zie Gradus et al., 2007). Dit brengt mij tot de conclusie dat in een systeem van vraagfinanciering het aanbod vooral koopkrachtige vraag volgt. Een aandachtspunt bij dit systeem is het overeind houden van kleinschalig aanbod door in het bijzonder te kijken naar belemmeringen om opvang te starten.

Inmiddels is in het kader van het begrotingspakket 2009 besloten om de maximumtarieven per kind vast te stellen op € 6,10 voor de formele kinderopvang, € 4 voor thuiscrèches en € 2,50 voor informele opvang. Dit betekent voor de formele opvang een bevroering van het huidige tarief. Een verdere verlaging van de tarieven voor thuiscrèches zoals vaak in linkse politieke kring wordt bepleit, is mijn inziens niet wenselijk, omdat dit zal leiden tot een meer vraag naar formele opvang en derhalve 'het paard achter de wagen zal spannen'.

## 2 AWBZ

Dat de huidige AWBZ – de publieke verzekering voor langdurige zorg - niet toekomstbestendig is, wordt door menigeen onderkend (zie SER en WI-CDA, 2008). Sinds 1980 zijn de uitgaven aan AWBZ meer dan verdubbeld van 2 procent bbp naar 4,5 procent bbp (zie figuur 3).



Wel treedt in 1996 een daling op vanwege de overheveling van de medicijnen van de AWBZ naar de cure-verzekering; deze is dus louter administratief van aard. Als hiervoor wordt gecorrigeerd dan zou het niveau nu 5,5 procent bbp bedragen. Een verdere stijging ligt in het verschiet, omdat de vergrijzingerelateerde zorg in de AWBZ, zoals de vraag naar verpleging en verzorging, in de komende jaren een forse stijging laat zien. Volgens de ramingen van RVZ (2008) zullen de totale AWBZ-uitgaven zonder aanpassingen in de periode tot 2020 met ruim € 7 miljard stijgen waardoor de AWBZ-premie zal oplopen van circa 12 procent naar 17 procent.<sup>8</sup> Deze stijging zal in 2040-2050 op het hoogtepunt van de vergrijzing navenant hoger zijn.

Bovendien wordt op lange-termijn de budgettaire houdbaarheid van de AWBZ bedreigd door de dubbele vergrijzing: het aantal ouderen boven de 75 dat is aangewezen op verzorging en verpleging zal de komende decennia sterk toenemen. Tegelijkertijd kan de beschikbaarheid van mantelzorg onder druk komen te staan als gevolg van kleinere gezinnen en de toenemende arbeidsparticipatie van vooral vrouwen. De toekomstbestendigheid van de langdurige zorg klemt des te meer omdat door de vergrijzing de arbeidsmarkt krappere wordt. In de zorg zijn zonder nader beleid tot 2020 een half miljoen extra werkenden nodig. Ten slotte is door de onheldere verantwoordelijkheidsverdeling en een weinig robuuste indicatiestelling een ruim afwentelingsgedrag van de AWBZ-polis ontstaan. Hierdoor is de toegankelijkheid van dure, noodzakelijke zorg niet meer gegarandeerd.

In de toekomst dient de AWBZ weer te worden gereserveerd voor zware, onomkeerbare gezondheidsrisico's. Het gaat om mensen die chronisch geen of beperkte regie kunnen voeren over hun leven: vroeggehandicapten en chronisch psychiatrische patiënten. Verder dient de AWBZ ook in de toekomst zorg te verzekeren voor degenen die structureel niet zelfredzaam zijn: ernstig lichamelijk en zintuiglijk gehandicapten. Ten slotte is de AWBZ er voor ernstige somatische en psychogeriatrische, veelal oudere, patiënten die langdurig op zorg zijn aangewezen. Om verschraving van de zorg voor deze

<sup>8</sup> Voor een modaal inkomen betekent dit dat men in 2020 5.100 euro (in huidige prijzen) betaalt in plaats van de huidige 3.800 euro.

kwetsbare groepen te voorkomen, moet de toegang tot de AWBZ worden beperkt tot zware gevallen waarvoor de kosten van de benodigde zorg niet individueel gedragen kunnen worden en die niet te verzekeren zijn omdat de aandoening een blijvend karakter heeft. Een robuuste afbakening vereist heldere polisvoorwaarden alsmede protocollen met objectieve medische drempelwaarden waarboven men recht heeft op AWBZ-zorg. Een dergelijke afbakening is ook noodzakelijk in verband met het open-eindekarakter van de AWBZ. Deze zorg vraagt professionele aanbieders en is daarmee niet substitueerbaar voor zorg uit de directe omgeving.

Dit sluit aan bij het SER advies, dat overigens het eindperspectief niet invult. Eerder heb ik aangegeven dat de AWBZ als afzonderlijke volksverzekering voor kwetsbare gehandicapten en ouderen, die langdurig op intensieve zorg zijn aangewezen, moet blijven bestaan (zie WI CDA, 2008).

Voor de meer sociale problematiek rondom bijvoorbeeld welzijnswerk en persoonlijke dienstverlening is het onmogelijk de te geven hulp te indiceren op objectief medische gronden. Daarom dient naast de informele mantelzorg een institutionele mantel op gemeentelijk niveau ontwikkeld te worden voor sociale ondersteuning die sterk samenhangt met de lokale context van de hulpvrager. Het gaat hier om voorzieningen die vallen onder de Wet Maatschappelijke Ondersteuning (WMO). Deze voorzieningen op gemeentelijk niveau dienen voor iedereen beschikbaar te zijn, evenwel nadat de inkomensdraagkracht is gemeten. Een eigen bijdrage voorkomt ook dat de formalisering van de mantelzorg plaatsvindt.

In een toekomstige AWBZ is het zowel vanuit kostenbeheersing als vanuit de cliënt van belang om een zo efficiënt mogelijke organisatie van de zorginkoop te bewerkstelligen en patiënten en hun zaakwaarnemers zo veel mogelijk te betrekken bij deze zorginkoop. Meer mogelijkheden voor zorgvragers om hun eigen aanbieder te kiezen stimuleert zorgaanbieders de kwaliteit van de geleverde zorg te verbeteren. Er zijn twee varianten voor het organiseren van de zorginkoop (zie ook WI-CDA, 2008). In de eerste variant ligt de nadruk op zorginkoop door patiënten zelf of hun zaakwaarnemers. Geïndiceerde patiënten krijgen een op geld gewaardeerde indicatiestelling – een voucher – die zij (of hun zaakwaarnemers) direct kunnen inleveren bij professionele gecertificeerde aanbieders van zorg. De gecertificeerde zorgaanbieders kunnen deze persoonsgebonden voucher bij de AWBZ-kas verzilveren. In de tweede variant wordt de verantwoordelijkheid voor de zorginkoop meer bij de ZVW-verzekeraars gelegd, die een zorgplicht hebben en de genormeerde kosten voor geïndiceerde klanten declareren bij het AWBZ-fonds. Verzekeraars zullen in deze variant waarschijnlijk meer investeren in het ontwikkelen van expertise over doelmatige AWBZ-zorginkoop. Door de directe koppeling met de ZVW-verzekering zullen zij moeite doen om via de AWBZ-zorg een goede reputatie op te bouwen voor hoog kwalitatieve zorg en zo aan klantenbinding te doen. Voor alle vormen van zorg krijgt de klant één aanspreekpunt.

Uiteraard is het denkbaar om voor de verschillende vormen van AWBZ-zorg verschillende varianten te kiezen. De tweede variant past meer bij vormen van zorg waarbij de samenhang tussen producten van belang is, terwijl vouchers meer voor de hand liggen bij het geven van geconcentreerde aandacht aan mensen met zware beperkingen (bij verpleging en lijfsgebonden verzorging van vooral ouderen alsmede dagbesteding van zwaar gehandicapten). Zeker voor de functie verpleging en verzorging moet het mogelijk zijn om normbedragen op individueel niveau vast te stellen. Anders dan de SER (2008)

zou ik ervoor willen pleiten om op korte termijn reeds experimenten te hebben waarbij vouchers direct bij zorgaanbieders kunnen worden ingewisseld. Dit stimuleert kleinschalige verplegingsprojecten en voorkomt een 'goudgerande' positie voor verzekeraars.

### 3 Arbeidsmarkt

Als men het over open-einderegelingen heeft dan mag uiteraard de arbeidsmarkt niet ontbreken. Volgens de laatste inzichten van het CPB loopt in 2010 de werkloosheid weer op tot circa 700.000 personen met een navenant beslag op de collectieve uitgaven (CPB, 2009). Als gevolg hiervan zal het huidige kabinet gedwongen worden om de werkloosheidsuitgaven buiten de uitgavenkaders te plaatsen. Het is echter van groot belang om de WW zodanig in te richten, dat zij ook in conjunctureel mindere tijden binnen de uitgavenkaders kunnen blijven. Dit klemmt des te meer omdat in de komende jaren als gevolg van de vergrijzing de groei van de beroepsbevolking sterk zal verminderen en in toenemende mate een mismatch zal ontstaan tussen vraag en aanbod. Om te voorkomen dat arbeidsmarktparticipanten werkloos worden zijn er door Commissie-Bakker voorstellen gedaan (Commissie-Bakker, 2008). Ook den Butter (2009) wees onlangs op het belang daarvan.

Om de arbeidsmarkt beter te laten functioneren, heeft de Commissie-Bakker drie sporen gepresenteerd. In het eerste spoor worden voorstellen zoals betere integratie, fiscale maatregelen en betere aansluiting tussen onderwijs en arbeidsmarkt gedaan om zo snel mogelijk mensen aan het werk te krijgen. In het tweede spoor worden voorstellen gedaan voor het verbeteren van het functioneren van de arbeidsmarkt en mensen te laten investeren in scholing. De commissie stelt voor om een individueel werkbudget en -verzekering te introduceren. Tot slot wordt in het derde spoor voorstellen voorgesteld de pensioengerechtigde leeftijd te verhogen. In de reacties lijkt het erop dat deze drie sporen los van elkaar gezien kunnen worden. In mijn optiek zijn deze drie sporen echter onlosmakelijk verbonden met elkaar en alle drie tezamen bewerkstelligen zij zoals ook de commissie stelt 'een cultuuromslag in het denken van mensen over het belang van werken.'

Het is een misvatting van, bijvoorbeeld, de vakbeweging dat alles is op te lossen door alleen het eerste spoor te omarmen. Mensen zullen dan niet investeren in zichzelf, maar in conditie blijven en zich verder ontplooien. De door de FNV vurig bepleite loonkostensubsidies voor langdurig arbeidsongeschikten en bijstandsgerechtigden zullen dan niet effectief zijn, omdat de door het tweede spoor beoogde vergroting van de inzetbaarheid niet wordt bereikt. De voorstellen met betrekking tot het persoonsgebonden werkbudget en de activerende werkverzekering verdienen serieuze overdenking, omdat zij ertoe leiden dat mensen hun talenten gaan benutten en het verstarrende stelsel van ontslagbescherming overbodig maken.

Vooraf de vormgeving van de werkverzekering verdient nadere overdenking (zie ook Nijboer en Goudswaard, 2008). Juist in deze tijd dient het voorstel van de Commissie-Bakker om werkgevers en werknemers verantwoordelijk te maken voor een transferperiode na het ontslag serieus overwogen te worden. Dit dwingt hen ertoe, te bezien of men een potentieel werkloze kan plaatsen op een van de vele vacatures, die we vandaag de dag kennen, zodat een langdurige periode van WW wordt voorkomen. Uiteraard kan ook een bekorting van de WW-periode hieraan bijdragen. Bij het derde



spoor lijkt de commissie wel erg toe te redeneren naar de fiscalisering van de AOW. Fiscalisering van de AOW is volgens Bakker c.s. noodzakelijk vanwege de financierbaarheid van de AOW. De houdbaarheid van AOW is ook gegarandeerd bij het tijdig aflossen van de staatsschuld of het terugdringen van de overheidsuitgaven bijvoorbeeld door het snijden in de bureaucratie. In de afgelopen jaren is het beslag van de overheid op de economie alleen maar gegroeid en in deze crisistijd lopen de overheidsuitgaven op van 45 procent bbp in 2008 naar 51 procent bbp in 2010. En als men de financiering van de AOW wil oplossen alsof ze een verdelingsvraagstuk is tussen generaties dan zijn ook nog alternatieven voor handen. Eerder hebben Helleman et al. (2008) het voorstel gedaan om de heffingskortingen op termijn niet langer te financieren uit de AOW-premie. Hierdoor wordt de grondslag van de AOW-premie verbreed, kan de AOW-premie worden verlaagd en het belastingtarief navenant verhoogd. Voordeel daarvan ten opzichte van fiscalisering is dat het verzekeringskarakter van de AOW overeind blijft, zoals ook in de eigen aanvullende pensioenen, want de AOW staat niet op zich zelf. Ouderen kunnen na hun pensionering genieten van deze volksverzekering en het equivalentiebeginsel tussen betalen en genieten blijft gehandhaafd. De huidige crisis moet het perspectief bieden op structurele ingrepen waardoor de arbeidsmarkt op de middellange en lange termijn effectief kan reageren op de vergrijzing in een dynamische economie. We moeten voorkomen, in dezelfde reflex te schieten als in de jaren tachtig, toen de crisis leidde tot hogere uitgaven van sociale zekerheid en afwenteling in de vorm van hogere collectieve lasten. De modernisering van de WW dient met voorrang aangepakt te worden, waarbij een kortere duur, meer investeren in employability en een heldere verantwoordelijkheidsverdeling belangrijke uitgangspunten zijn.

#### 4 Conclusies

Ook in deze crisistijd werken de automatische stabilisatoren en het systeem van uitgavenkaders bevredigend en hebben daarmee een a-cyclische uitwerking op de economie. Dit systeem van de uitgavenkaders kan echter alleen ten volle werken, indien de open-einderegelingen geen systematische overschrijdingen laten zien. Om te voorkomen dat bij iedere overschrijding de polisvoorwaarden moeten worden aangepast zijn goede ramingen bij het opstellen van de uitgavenkaders essentieel. Het CPB zou hierin als bewaker van deze onafhankelijke ramingen verder moeten investeren. In dit licht vormen de recente overschrijdingen van de kinderopvangregeling en de volksverzekering AWBZ terechte zorgpunten. Het is verstandig om via beperkende polisvoorwaarden of subsidieregelingen te komen tot heldere keuzes. Dit verdient de voorkeur boven budgettering, wat - zo leren de AWBZ-ervaringen eind jaren negentig - tot wachtlijsten en onhoudbare juridische complicaties leidt. De sociale-zekerheidsregelingen met een open-eindekarakter moeten ook gezien worden. Volgens de laatste inzichten zal de werkloosheid weer oplopen tot circa 700.000 personen in 2010 met een navenant beroep op de collectieve middelen. Het verdient vooral aanbeveling, de voorstellen van de Commissie-Bakker te overwegen, omdat deze beogen te prikkelwerking voor werknemers, werkgevers en gemeenten te verbeteren en inspelen op lagere groei van de bevolking in de volgende decennia.

R.H.J.M. Gradus

\* Directeur Wetenschappelijk Instituut voor het CDA en hoogleraar Vrije Universiteit.

### Literatuur

- Beetsma, R. en R.H.J.M. Gradus, "Wees duidelijk over afbouw van staatsschuld.", *de Volkskrant*, 12 maart.
- Butter, F.A.G. den (2009), Het perspectief van de Commissie-Bakker op doorgroei van arbeidsparticipatie. *Tijdschrift voor Openbare Financiën*, 2009-1, p. 29-44.
- Centraal Planbureau (CPB) (2009), *Centraal Economisch Plan 2009*, Den Haag.
- Commissie Bakker (2008), *Naar een toekomst die werkt*, Den Haag: Commissie Arbeidsparticipatie.
- Gradus, R.H.J.M., P. Koning en J. Noailly (2007), Non-profits als katalysator van vrijwilligerswerk?, *Vrijwillige Inzet Onderzocht*, Jaargang 4, supplement, p. 21-31.
- Helleman J, de Jong G, van der Giessen A (2008), Fiscalisering AOW niet door vergrijzing. *ESB*, pp 36–39.
- Jongen, E. (2008), Kinderopvang: waarheen, waarvoor?, *TPEdigitaal*, jaargang 2, p. 27-48.
- Nijboer, H en K.P. Goudswaard (2008), Het kabinet strandt bij het eerste spoor. *Tijdschrift voor Openbare Financiën*, nr. 4, p. 148-158.
- Noailly, J., S. Visser and P. Grout (2007), The impact of market forces on the provision of childcare: Insights from the 2005 Childcare Act in the Netherlands, *CPB Memorandum No 176*.
- RVZ (2008), *Beter zonder AWBZ?*, Den Haag.
- SER (2008), *Langdurige zorg verzekerd: Advies over de toekomst van de AWBZ*. Advies 2008/03.
- Sinn, H.W. (2008). Interview in *NRC Handelsblad* op 8 november 2008. Tweede Kamer, vergaderjaar 2007-2008, 31 322, nr. 25, p. 3.
- Wetenschappelijk Instituut voor het CDA (WI-CDA) (2008). *Naar een toekomstbestendige AWBZ: een christendemocratische visie op de langdurige zorg*. Den Haag.

## Het gaat om het sturend vermogen

*A. van der Zwan*

### Samenvatting

De huidige crisis is ontstaan in de financiële en niet in de reële sector, maar heeft deze wel meegesleurd. De daardoor ontstane vertrouwensbreuk is niet gemakkelijk te herstellen, waardoor herstel niet snel zal plaatsvinden. De crisis heeft ook een institutionele oorzaak. Marktwerking en het toezicht daarop functioneerden niet. Ondanks het voorzichtige financieel-economische, veelal restrictieve, beleid van de laatste jaren slaat ook in Nederland de crisis toe. Loonmatiging zal geen bijdrage leveren aan de oplossing daarvan; Nederland is voldoende concurrerend. Bij oplossingen moet worden gedacht aan herschikking van overheidsuitgaven, waarbij goed moet worden gelet op toekomstige exploitatielasten, verhoging van de pensioengerechtigde leeftijd en herziening van de renteaftrek op de eigen woning. De overheid moet zich bij het ondersteunen van het bedrijfsleven richten op de levensvatbaarheid van bedrijven op lange termijn. Ze kan dat beter niet zelf doen, maar overlaten aan een onafhankelijke instelling, zoals in het verleden de Nationale Investeringsbank. Herleving van de bank zou nuttig zijn.

Trefwoorden: recessie, stimulerend overheidsbeleid, marktwerking.

### Evenwicht ver te zoeken

In de wetenschap die zich bezighoudt met de economie is evenwicht een sleutelbegrip. Maar in de realiteit van het economisch leven is evenwicht ver te zoeken. Het afgelopen jaar is dat pijnlijk duidelijk geworden. Wat begon met de ondergang van enkele hypotheekbanken in Amerika en Schotland draaide uit op een crisis van ongekende vorm en draagwijdte die de financiële sector op internationale schaal getroffen heeft. De reële economie werd erin meegesleept. Centrale banken en overheden moesten er met kolossale bedragen aan te pas komen om een ineenstorting af te wenden en het financiële verkeer gaande te houden. Hoe kon het zover komen?

Een antwoord op die vraag ligt besloten in de hausse die de financiële sector in de achterliggende jaren heeft doorgemaakt. De vastgoed- en aandelenmarkten die elkaar versterken, waren de drijvende krachten achter die expansie, niet alleen van de financiële sector, maar van de economie als geheel. Het was niet de reële economie die de vastgoed- en aandelenmarkten daarbij op sleeptouw nam - wat de normale situatie is - het lag veeleer andersom: winsten op onroerend goed en de aandelen joegen de reële economie aan. Daarin school ook de zwakte. De prijsopdrijving zoals wij die in de afgelopen jaren hebben meegemaakt had een kunstmatig karakter. Bovendien creëerde die prijsopdrijving een maatschappelijk klimaat en mentaliteit waarin kwalijke praktijken en malversaties die daarop inhaakten konden gedijen.

De vertrouwensbreuk die daarvan het gevolg is laat zich niet eenvoudig repareren door met grote bedragen aan bestedingsimpulsen de economische groei nieuw leven in te

blazen, zoals overheden in eerste instantie geneigd waren te doen. Hoe wenselijk het stabiliseren van de onroerendgoedmarkt uit opportuniteitsoogpunt ook mag zijn - de banken zien de dekkingswaarde van hun hypotheeken en daaraan gerelateerde beleggingen met de dag slinken - de ervaring leert dat een economische crisis die door een financiële crisis wordt ingeluid, dieper gaat en langer duurt. De actuele signalen wijzen daar ook op.

De snelheid waarmee de crisis internationaal om zich heen heeft gegrepen, en ook sterke groei-economieën als China raakt, de slagen die de auto-industrie internationaal te verwerken heeft gekregen - om van de toeleveringsbedrijven niet te spreken - de snelle omslag op de markten voor producten als chemie en staal, ze onderstrepen het ervaringsgegeven dat we een crisis als deze niet in een of twee jaar te boven zijn. Er zal een saneringsslag voor nodig zijn om tot evenwichtiger en op vertrouwen berustende relaties terug te kunnen keren.

Daarmee in strijd lijkt het verrassende gegeven dat de koopkracht van de bevolking zich vooralsnog goed houdt. Tenminste als de voorjaarsnota 2009 geen roet in het eten gooit. Maar veeleer dan een opsteker is dat een verontrustend gegeven, want het is prijsdaling in reactie op vraaguitval die daarvoor verantwoordelijk is. En uitgerekend die prijsdaling leidt tot verdere bezuiniging door de bedrijven die toch al met krimp te maken hebben. Zelfs ten tijde van de donkerste crisis, die in de jaren dertig van de twintigste eeuw, ging de koopkracht om diezelfde reden aanvankelijk ook omhoog. Wie een vast inkomen had en niet bedreigd werd door verlies van baan of vermogen zat toen goed - net als nu het geval is.

Maar naarmate de recessie doorzet en de werkloosheid om zich heen grijpt, verandert het beeld.

De opvang van de werkloosheid zal de overheid dwingen haar uitgaven te vergroten terwijl haar belastingsinkomsten dalen. Om het gat niet te groot te laten worden, zal de overheid de lasten voor de burger verzwaren, zo niet dit jaar dan wel in de komende tijd. Deze crisis is niet alleen financieel-economisch van aard, maar ook een crisis van instituties die belangrijke pijlers van onze maatschappelijke orde zijn: de werking van onze markten en het daarop uitgeoefende toezicht. De vrije markt wordt geprezen om zijn doorzichtigheid, zijn vrije toetreding, de onafhankelijkheid van de marktpartijen die met elkaar concurreren en het toezicht dat het geordend functioneren ervan in de gaten houdt. En dit alles ten gunste van de welvaart van de burger. De financiële sector laat zien hoe ver dit ideaalbeeld afstaat van de werkelijkheid. De exorbitante winsten waren te danken aan ondoorzichtigheid van de markt die voor de betrokken zakenbanken - vrijwel zonder uitzondering Amerikaanse firma's - zorgvuldig werd gecultiveerd. Hun inspanningen waren erop gericht de markt onderling te verdelen en de concurrentie op afstand te houden. Gesteund door hoge bonussen en winstverwachtingen zetten ze hun producten op de markt. De banken en financiële instellingen die deze producten wereldwijd afnamen gingen als lemmingen achter elkaar aan; blind voor de risico's hun ondergang tegemoet.

De vrije markt is een ideologisch geladen concept dat door framing geloofwaardigheid verkregen heeft. In feite staat de werking ervan in het teken van belangenbescherming. Van enige consistentie tussen leer en praktijk is op dit punt geen sprake. In de Verenigde Staten al helemaal niet. Ben Bernanke, de baas van de Amerikaanse centrale banken (de Federal Reserve) zei vorig jaar augustus op het jaarlijkse symposium van de Fed: "De

economische storm die vorig jaar opstak is nog niet gaan liggen en heeft geleid tot de uitdagendste omstandigheden sinds mensenheugenis." Deze opmerkelijke woorden moeten door grote ongerustheid zijn ingegeven, Bernanke zag de bui toen al hangen. De economische omstandigheden bleven volgens hem zwak door oplopende werkloosheid en hoge inflatiedruk, een combinatie die in de jaren tachtig stagflatie werd genoemd. Inmiddels zijn de Verenigde Staten in een regelrechte recessie beland die zo ernstig is dat velen daar met jaren van depressie rekening houden. De woorden die Bernanke sprak waren daarom ook zo opmerkelijk aangezien hij naliet de vinger op de zere plek te leggen. Het was immers zijn eigen Fed die door renteverlagingen en kredietverruiming de inflatie had aangewakkerd in plaats van die te bestrijden zoals zijn missie luidt. De verklaring van deze dubbelzinnigheid is dat deze maatregelen er ook toen al op gericht waren de disfunctionerende financiële sector van de ondergang te redden. Zoals de Nederlandse econoom Willem Buitter op dat Amerikaanse symposium opmerkte: "De Fed volgt Wall Street trouw en gelooft wat het hoort." Met Buitter kunnen we concluderen dat "het gevaarlijk is en ongezond als er naar deze vaak vertekende kijk op de werkelijkheid wordt geluisterd."

We mogen rustig zeggen dat deze vertekende werkelijkheid door de eigenbelangen van Wall Street werden ingegeven. Maar Bernanke en de zijnen meenden dat ze niets anders konden, dat ze met de rug tegen de muur stonden. Als ze gedaan hadden wat ze moesten doen was de knal enorm geweest. Volgens de prikkeltheorie die in het neoliberalisme centraal staat, en waarvan uitgerekend de financiële sector zo gecharmeerd zegt te zijn, zou die knal niet geschuwd hebben moeten worden. Maar in de praktijk lijkt het voor de aanhangers van die leer nogal uit te maken aan welke kant de klappen vallen. Door op grote schaal op te treden, het bankwezen liquide te houden en in feite hun risico's over te nemen, hebben de centrale banken en overheden vooralsnog een ineensstorting weten te voorkomen. Maar nu zijn het de overheden zelf die deze risico's lopen. En nu ze deze stap eenmaal hebben gezet, worden ze meegezogen in volgende steunrondes waarvan al sprake is, nog afgezien van de stroppen die bij de overgenomen banken aan het licht komen. Het is zeer onzeker wat ons hier nog te wachten staat. Het maakt overheden er ook afkerig van om kwalijke praktijken aan de kaak te stellen en om in te grijpen. Hun eerste prioriteit is onrust voorkomen en de economie stabiliseren.

Zo heeft de Fed inmiddels met een dramatisch gebaar de rente tot praktisch nul verlaagd, nu om het spook van deflatie te lijf te gaan. Door het lenen nóg makkelijker te maken, hoopt de Fed de bestedingen te stimuleren. En dat terwijl de crisis in de VS veroorzaakt is door structurele overbelening. Die politiek kan geen standhouden. Ze zal de bron zijn van verdere instabiliteit. Deze instabiliteit is gelegen in de werking van de vrije markt, die toe is aan ingrijpende hervormingen.

Dat er op deze crisis een reactie volgt en niet alleen in de vorm van crisismaatregelen, maar ook in structurele hervormingen, valt te verwachten. Hoe dat hervormingsproces in zijn werk zal gaan valt moeilijker te voorspellen.

### Crisispsychologie

Met de crisis heeft ook de crisispsychologie haar intrede weer gedaan. In de VS heeft president Obama in zijn campagne, om het economisch herstelplan aangenomen te krijgen, zwaar gehamerd op de diepte van de crisis en op de ernst van de gevolgen als er niet, zoals met zijn plan, zou worden ingegrepen. Dat plan - zo verzekerde hij - behelsde de creatie van 3,5 miljoen banen. Bij de ondertekening van het steunplan, 17 februari in Denver, tapte hij uit een ander vaatje: wij moesten vooral niet denken dat zijn plan het einde van de crisis betekende, slechts het begin van dat einde en sprak hij niet langer van het scheppen, maar van het behoud van 3,5 miljoen banen.

In de komende periode staan ons wel meer staaltjes van inventief woordgebruik te wachten.

Ook in Nederland hebben we al een verrassende sequentie van optredens van de minister-president en de minister van Financiën voorbij zien komen. Op Prinsjesdag luidde de boodschap dat Nederland er dankzij het voorzichtige beleid van de voorbije jaren relatief goed voorstond, de crisis zou niet aan ons voorbijgaan, maar het effect ervan zou meevallen. Nederland moest niet de crisis in worden gepraat, luidde de boodschap. In december onderging die boodschap een bijstelling toen de directeur van het Centraal Planbureau een te verwachten bescheiden teruggang van de economie in 2009 moest melden. Op zich zou dat al een novum betekenen dat vrijwel niemand in Nederland eerder heeft meegemaakt. Terugval in economische groei, ja, maar teruggang van de economie, nee. Maar voor de andere EU-landen waren de verwachtingen nog veel slechter om van de VS maar te zwijgen.

Enkele weken later, zijn de verwachtingen verder naar beneden bijgesteld en onderscheiden wij ons helemaal niet meer. Het CPB bleef overigens vasthouden aan verwachtingen uitgedrukt in cijfers die een grote precisie suggereren, terwijl de modeluitkomsten goeddeels afhankelijk bleken van het volume van de wereldhandel dat erin was gestopt. En uitgerekend die perspectieven zouden "sneller dan iedereen kon verwachten" zijn verslechterd. Het CPB bevestigde daarmee zijn reputatie dat het moeilijk een omslag in de economie kan voorspellen. Maar wellicht wás het geen voorspelling, maar een politieke boodschap. Nu moesten we juist wél de crisis ingepraat worden, want Den Haag was tot de conclusie gekomen dat Nederland moest worden voorbereid op een financiële ijtijd. Niets kon langer worden uitgesloten, ieder moest zijn steentje bijdragen.

Hoe kon de regering, en met haar het CPB, denken dat we aan de ergste gevaren zouden kunnen ontkomen? Het beleid dat opeenvolgende regeringen de afgelopen jaren hebben gevoerd was inderdaad voorzichtig. Meer precies: het was een restrictief beleid. Met uitzondering van het tweede paarse kabinet (1998-2002) is er sinds het akkoord van Wassenaar (1982) ingezet op loonmatiging en beheersing van de overheidsuitgaven, respectievelijk aflossing van de staatsschuld. Nederland was binnen de EU kampioen loonmatiging met als direct gevolg dat het netto besteedbaar bedrag per hoofd van de bevolking tot de laagste binnen de eurozone behoort. In ons groeiscenario is sterk gestuurd op export en is de expansie van de binnenlandse markt beperkt. Hoe zou Nederland tegen de achtergrond van dat gegeven de dans hebben kunnen ontspringen van een internationale conjunctuurdaling? Dat was afgelopen september toch al wel duidelijk? Wij zijn er juist gevoelig voor. In een wereldwijde recessie is het door ons opgebouwde loonkostenvoordeel van betrekkelijke betekenis en zeker geen beveiliging

tegen vraaguitval en het terugtrekken van uitbestedingen; om van ronduit protectionistische praktijken nog maar te zwijgen.

Het akkoord van Wassenaar volgde op een periode van doorgesloten loonstijging. Een correctie was onvermijdelijk, maar daarin schulde geen ratio om die zo lang vol te houden. Daarbij komt dat een significant deel van onze welvaart dat niet aan de vrije besteedbaarheid van de burger ten deel is gevallen, zijn neerslag gevonden heeft in besparingen ten gunste van de pensioenopbouw. Ook in dat opzicht zijn we binnen de EU het meest oppassende jongetje. Het is daarom tragisch dat de pensioenfondsen en verzekeraars door hun roekeloze beleggingsbeleid een groot deel van de waarde daarvan verspeeld hebben, zonder dat de toezichthouder heeft ingegrepen.

Zoals gezegd was het akkoord van Wassenaar een reactie op een uit de hand gelopen situatie in de beginjaren tachtig. De loonkostenstijging was toen doorgesloten terwijl een sterk groeiende beroepsbevolking emplooi zocht. Ook de verhouding werkenden niet-werkenden was scheefgetrokken, de overheid stond voor de noodzaak om de sociale fondsen met grote bedragen te suppleren terwijl de belastinginkomsten op een relatief laag niveau stonden. Van al die perikelen hebben we nu geen last. Ons loonkostenpeil is concurrerend, het draagvlak van de economie is aanzienlijk versterkt, terwijl ook de overheidsfinanciën er relatief goed voorstaan.

De steunbedragen aan de financiële sector mogen niet bij het financieringstekort geteld worden, ze kunnen zonder enige moeite op de kapitaalmarkt worden afgedekt en ze zullen terugvloeien in de staatskas. Zoals Bos op Prinsjesdag zei, onze economie kan tegen een stootje, maak daar nu dan gebruik van.

Aan een loonakkoord, waar het CDA nu weer op schijnt aan te sturen, hebben we macro-economisch allerm minst behoefte. Veeleer ligt het voor de hand om de binnenlandse markt meer ruimte te bieden en de loonvorming over te laten aan de onderhandelaars op bedrijfstakniveau. Als er op dat niveau omvangrijke werkloosheid is, zullen de onderhandelaars uit zichzelf al geneigd zijn om loonstijging uit te ruilen tegen werkgelegenheid. In het verleden heeft het altijd zo gewerkt.

De exportperspectieven zullen langdurig minder florissant zijn. Met het oog op de werkgelegenheid en haar eigen financiën doet de overheid er goed aan om de blik op de binnenlandse markt te richten. Ook de overheid moet kosten tegen opbrengsten afwegen. Nu hard op de rem trappen betekent - zoals de jaren tachtig te over hebben laten zien - dat bezuinigingen worden ingehaald door vermindering van de belastingopbrengsten etcetera. De drie kabinetten-Lubbers (1982-1993) zijn er - op een enkel uitzonderlijk jaar na - niet in geslaagd die negatieve spiraal te doorbreken. Dat is pas onder Paars gelukt en wel door de bestedingen te verruimen.

Dat betekent overigens niet dat de overheidsuitgaven aan herschikking kunnen ontkomen. Zoals minister Bos heeft beloofd, zullen ze op hun bijdrage aan de werkgelegenheid en de toekomstige economische groei worden doorgelicht. Ook zonder nadere studie is het wel duidelijk dat de investeringsprojecten waarvan een groot deel aan de bouwsector ten goede komt, dan hoge ogen gooien. Veel lagere overheden hebben om die reden al besloten om die weg op te gaan.

De jaren zeventig hebben evenwel geleerd om daar selectief in te zijn, want na de positieve effecten van de investeringsimpuls komen de instandhoudings- en exploitatielasten. Het zijn die kosten die de overheidsuitgaven nog jaren onder druk zetten. Alleen bij productieve investeringen is dat nu verantwoord te achten. Het zou

goed zijn als de rijksoverheid van de gelegenheid gebruik zou maken om een aantal knelpunten op te lossen, die erop gericht zouden moeten zijn om de overheidsfinanciën ook op langere termijn op orde te houden.

Verhoging van de AOW-leeftijd is al langere tijd in discussie. Het is nu de tijd om de knoop door te hakken. De meeste Nederlanders betreden vrij laat de arbeidsmarkt, ze werken kort terwijl ze steeds ouder worden. Er valt alles voor te zeggen om het draagvlak van de economie sterk te houden door langer door te werken. Dat die ingreep op behoedzame wijze vorm gegeven moet worden behoeft geen betoog.

Ook de renteaftrek op de eigen woning is aan herziening toe, maar niet in de vorm van een systeemwijziging, maar van een verhoging van het huurwaardeforfait en verdere aftopping van de aftrekbaarheid. Ook die maatregelen zullen effect hebben op de huizenmarkt, maar niet tot destabilisatie aanleiding geven zoals van een systeemwijziging verwacht mag worden. Het belangrijkste is dat niet de nieuwe toetreders tot de woningmarkt met deze lastenverzwaring worden opgezadeld, maar dat ze verdeeld worden over alle huizenbezitters. Alleen dan heeft de overheid er ook direct baat bij.

Wat het bedrijfsleven betreft zou de overheid er goed aan doen zich niet op werkgelegenheid blind te staren; ze moet namelijk ook toekomstwaarde hebben. Ook nu weer zullen (grote) bedrijven die in problemen komen, met steun van de vakbeweging en de lokale overheid bij de rijksoverheid aankloppen. Onder het kabinet-Den Uyl (1973-1977) is te lang vastgehouden aan behoud van arbeidsplaatsen, zonder die te koppelen aan herstructurering. De individuele bedrijvensteun uit de jaren zeventig waarin het RSV-concern koploper was, is om die reden op een drama uitgelopen. Daaraan droeg bij dat die steunverlening door het Ministerie van Economische Zaken zelf ter hand werd genomen en de daarmee belaste ambtenaren daar hun eigen politiek zijn gaan bedrijven. De RSV-enquête heeft nog lang nagedreund en het Ministerie van Economische Zaken vleugellam gemaakt.

Daarbij staken de financieringsregelingen die uitgevoerd werden door de Nationale Investeringsbank, gunstig af. Die regelingen waren, behoudens een eigen risico voor de bank, door de staat gegarandeerd en voorzagen in de behoefte aan risicodragend vermogen. Ze werden in de vorm van achtergestelde leningen ter beschikking gesteld. Het ging daarbij om in de kern gezonde ondernemingen die geld nodig hadden voor investeringsprojecten waarvoor de gewone banken bereid waren meer geld op tafel te leggen, maar alleen wanneer de Nationale Investeringsbank voor het sluitstuk zorgde. De multiplierwerking van de achtergestelde kredieten was groot. Dat arrangement kon zijn werk doen mede dankzij de reputatie die de Nationale Investeringsbank in de financiële wereld had weten te verwerven door zijn expertise bij het doorlichten van bedrijven, alsook door zijn onafhankelijke toepassing van de criteria van de regeling.

De door de Nationale Investeringsbank verstrekte financieringen zijn slechts een fractie van de miljarden die de overheid nu al aan het bankwezen heeft verspijkerd. Bovendien zijn ze op een enkele uitzondering na, terugbetaald. En wat nog belangrijker is: de bedrijven zijn erdoor in staat gesteld, zich met verzekering van hun continuïteit, op de toekomst te richten. Tal van grote en middelgrote ondernemingen hebben in de jaren zeventig/begin tachtig van deze financieringsregeling geprofiteerd. Kleinere bedragen voor vergelijkbare arrangementen, werden door de toenmalige Nederlandse Middenstandsbank aan het midden- en kleinbedrijf verstrekt.



De kredietverlening aan het bedrijfsleven is een knellend probleem, knellender dat het kostenniveau. Dat geldt ook voor de exportmogelijkheden van bedrijven. De banken zijn op dit moment terughoudend. Dat is een bekende reactie op een periode waarin te grote risico's werden genomen die nu tot afboekingen leiden. De kredietverlening door de Nationale Investeringsbank is in de jaren tachtig een effectieve manier gebleken om met de banken samen de financiering van het bedrijfsleven weer aan de gang te krijgen. Toenmalig minister Zalm van Financiën heeft op grond van partijpolitieke overwegingen in 1998 besloten de Nationale Investeringsbank te verkopen. Hij ging daarmee in tegen de wens van de toen demissionair geworden minister van Economische Zaken, Hans Wijers. Een rapport waarin mede op grond van opvattingen binnen het bedrijfsleven en de financiële wereld gepleit werd voor het behoud, uitgerekend met het oog op zijn betekenis in de jaren van crises, heeft niet mogen baten. Als het de overheid ernst is om het bedrijfsleven in zijn gecombineerde streven naar continuïteitsbehoud en toekomstgerichtheid te ondersteunen, moet ze de Nationale Investeringsbank laten herleven.

De overheid staat voor een geweldige uitdaging om te bewijzen dat ze in moeilijke tijden niet alleen met zakken geld kan rammelen, maar ook over sturend vermogen beschikt. De recente steun aan de banken heeft een oude wijsheid bevestigd: zodra de overheid de eerste stap zet, loopt ze het risico zelf deel van het probleem te worden en te worden meegezogen in verdere stappen. Hoe groter de bedragen, hoe groter het risico. Op de eerste stappen komt het aan. Toetsing aan de hand van heldere en voor ieder geldende criteria is daarbij van het grootste belang, evenals de uitvoering door onafhankelijke instellingen.

A. van der Zwan

## Een links antwoord op de kredietcrisis

A. Kleinknecht\*

### Samenvatting

Volgens de auteur ligt één van de oorzaken van de kredietcrisis in een disfunctionerend systeem van ondernemingsbestuur. Wij zitten nog altijd opgezadeld met een autoritaire *topdown* structuur uit de negentiende eeuw. Om herhaling van crises als de huidige te voorkomen, moet voor de controle van het management gebruik worden gemaakt van de kennis van de werknemers. Door werknemers meer macht te geven, kan een onderneming meer rationeel functioneren en komt meer nadruk te liggen op de continuïteit voor de lange termijn. Voordeel daarvan is volgens de auteur dat veel regelgeving van de overheid, waarnaar thans wordt gevraagd, in dit geval minder hard nodig is.

Trefwoorden: Economische crisis, ondernemingsstructuur

### Inleiding

Sinds in de jaren zeventig het Keynesianisme in diskrediet raakte, hebben diverse varianten van het neoliberale gedachtegoed in kringen van economen een hoge vlucht genomen. De overheid moest hoe dan ook terugtreden. Er kon niet genoeg worden geprivatiseerd, geliberaliseerd, gedereguleerd en geflexibiliseerd. Het 'oude Europa' met zijn 'eurosclerotische' structuren moest zo snel mogelijk opschuiven in de richting van het veel 'dynamischer' Angelsaksische model. Vooral institutionele belemmeringen die de werking van de arbeidsmarkt frustreerden moesten worden opgeruimd. Dienstig aan dit doel waren gemakkelijker ontslag, sobere uitkeringen en grotere inkomensongelijkheid. Zo zou de arbeidsmarkt als een echte markt kunnen functioneren. Topverdieners waren de nieuwe helden van deze tijd.

### Hegemonie van liberaal denken over hoogtepunt

Dezer dagen dringt zich de indruk op dat met de kredietcrisis en haar gevolgen de hegemonie van het neoliberale denken over haar hoogtepunt heen is. Welke liberaal durft nog te beweren dat de markt zich nooit vergist? Uiteraard, neoliberale economen beïjveren zich nu om vooral te benadrukken dat niet de markt heeft gefaald, maar de overheid. De overheid heeft nagelaten de markten goed te reguleren. Wie zo redeneren, vergeten gemakshalve dat het vooral neoliberale denkers waren die stredden voor deregulering en een terugtrekkende overheid, waardoor regulerende instanties haast onvermijdelijk tandeloze tijgers moesten worden. Bovendien leert de recente ervaring eens te meer dat het gedrag van markten en de partijen die daarop actief zijn niet strookt met het liberale (leer)boekje. Individuen handelen niet rationeel, prijzen die op markten tot stand komen zijn niet te verklaren als vrucht van rationele verwachtingen.

In de publieke discussie komen nu talloze voorstellen langs voor betere regelgeving. Het is een dankbare taak voor rechts om de fouten van de jaren tachtig en negentig te

corrigeren door met regulerende maatregelen te komen die de marktdynamiek aan banden legt. Men heeft op rechts ook geen andere keuze dan met nieuwe regulering te komen. Doet men niets, dan is de volgende crisis al weer voorgeprogrammeerd en dergelijke crises schaden het aanzien van het kapitalisme. Dus, rechts heeft er alle belang bij om met een stevig reguleringsoffensief te komen. Of dit helpt om dergelijke crises voor altijd te voorkomen, is weer een andere vraag en de inzet op meer overheidsregulering heeft ook als risico dat men de economie te veel 'dichttimmeret'. Vandaar dat deze bijdrage niet gaat over nieuwe regulering maar over een mogelijkheid tot zelfregulering.

### **Autoritair topdown-stelsel**

Zo nuttig en zo nodig als de discussie over regulering ook is, deze bijdrage gaat niet over nieuwe regels voor de financiële markten. Deze bijdrage beperkt zich tot een ander aspect, dat op dit moment in de publieke discussie nauwelijks leeft, terwijl het op de achtergrond wel degelijk aan deze crisis heeft bijgedragen. Het gaat om het autoritaire *topdown*-stelsel van ondernemingsbestuur dat we nog uit de negentiende eeuw hebben overgehouden. Ik stel een verandering van dit stelsel voor en richt me daarbij op mensen die belang hebben bij een sociaal verantwoorde markteconomie waarin de intelligentie van de moderne, hoogopgeleide werknemer wordt gebruikt voor een betere controle van het management.

In alle Westerse landen heeft het stelsel van ondernemingsbestuur (in goed Nederlands: de *corporate governance*) last van het zogenoemde 'principaal versus agent' probleem. De bezitters van het bedrijf (de principalen) huren agenten (managers) in die voor hen het bestuur doen. Maar helaas hebben de agenten ook eigen belangen. Zo willen de principalen dat de agenten zuinig zijn op hun centjes, maar de agenten hebben graag grote hofhoudingen en ruime salarissen en bonussen. Van de principalen zouden minder presterende delen moeten worden aangepakt; maar managers laten het liever een beetje lopen, om de lieve vrede. Managers houden ook erg van overnames, want met een groter koninkrijk stijgt hun maatschappelijk aanzien en salaris. Uit onderzoek blijkt echter dat veel overnames voor de aandeelhouders achteraf teleurstellend uitpakken.<sup>1</sup> Toch vinden ze plaats.

Met de code-Tabaksblat is in Nederland een poging gedaan om de principalen (de aandeelhouders) meer macht te geven over hun agenten (de managers). Het lijkt erop dat dit niet gewerkt heeft. De code kon één principiële probleem niet oplossen: de principalen hebben last van wat economen 'asymmetrische informatie' noemen. Informatie-asymmetrie betekent dat één partij (de managers) veel meer weet dan de andere partij, de aandeelhouders en hun commissarissen. Managers zijn voltijds met het bedrijf bezig; aandeelhouders besteden wellicht enkele minuten per week aan het bedrijf, want een slimme aandeelhouder spreidt het spaargeld over een groot aantal bedrijven. Managers kunnen hun grote informatievoorsprong uitbuiten om in een vergadering van aandeelhouders hun zin door te drijven. Een Raad van Commissarissen biedt ook niet echt soelaas voor de informatie-asymmetrie, want voor velen is een commissariaat slechts een bescheiden bijbaantje. Het is ook nog de vraag hoe goed commissarissen

---

1 Zie het overzicht van H. Schenk (2006): 'Concentration and Merger Policy', in: Bianchi P. & Labory S. (eds.), *International Handbook on Industrial Policy*, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 153-179.

oplekken. Ten eerste hebben ze meestal geen financieel belang in het bedrijf; ten tweede zijn er veel inferieure commissarissen die hun benoeming danken aan handjeklap binnen het 'old boys'-netwerk. Er is bovendien een probleem met belangenverstrengeling. De bestuurder van bedrijf A kan tevens commissaris zijn bij bedrijf B, terwijl bestuurders van bedrijf B weer commissaris kunnen zijn in het bedrijf van A. Wie kan het deze mensen kwalijk nemen als ze een soort van 'impliciet contract' hebben om elkaar het leven niet onnodig zuur te maken? Kortom, het huidige stelsel van ondernemingsbestuur is maar een krakkemikkige boel. Het hoofdprobleem is dat managers veel meer weten dan aandeelhouders en commissarissen. Dankzij deze informatie-asymmetrie kunnen managers door selectieve informatieverstrekking de boel naar hun hand zetten en hun eigen belangen (veelal op kosten van het bedrijf) nastreven.

Het probleem zit hem daarin, dat het huidige stelsel van ondernemingsbestuur in beginsel nog is gestoeld op principes uit de negentiende eeuw. Er zijn wat cosmetische vormen van medezeggenschap, maar die stellen niet veel voor. Uiteindelijk heeft het moderne bedrijf nog altijd de stalinistische topdown-structuur uit de negentiende eeuw. Als puntje bij paaltje komt, mogen vertegenwoordigers van de werknemers wellicht nog een zegje doen, maar voor de uiteindelijke beslissing doet het er niet echt toe. Het schandaal is dat, vergeleken met de situatie in de negentiende eeuw, werknemers tegenwoordig veel beter zijn opgeleid. Het cruciale kapitaal van een organisatie zit in veel gevallen niet meer in de vaste activa (machines, gebouwen enzovoort), maar in de hoofden van de mensen die het werk doen. Is het dan niet van de zotte dat de bezitters van het aandelenkapitaal zo veel macht hebben over de dragers van het kapitaal dat er werkelijk toe doet; macht die de aandeelhouders dankzij de genoemde informatie-asymmetrie niet eens goed weten te gebruiken?

Er waren ook al voor de kredietcrisis talloze verschijnselen van slecht ondernemingsbestuur. Lees bijvoorbeeld het boek *De Prooi* van Jeroen Smit over de ABN-AMRO bank. Dit is een voorbeeld waarbij goed betaalde bestuurders jarenlang matige prestaties leverden zonder dat er iemand ingreep. Ook al in de jaren voor de kredietcrisis werd manifest dat in tal van bedrijven, vooral in de Angelsaksische wereld, er eigenlijk niemand meer was die in bedrijven echt verantwoording nam en dan vooral ook verantwoording voor de langere termijn. Chief Executive Officers roteerden alsmaar sneller. Aandeelhouders waren almaar minder *aandeelhouders*, maar vooral *aandelenhandelaren* die slechts naar de volgende kwartaalcijfers uitkeken. Het principaal-agent probleem speelde in veel gevallen levensgroot op. In veel grote bedrijven heerste aan de top een cultuur van 'afromen, wegwezen en na ons de zondvloed!'. Daarbij moet gezegd worden dat het voor aandeelhouders ook best rationeel is om zich niet om het management te bekommeren. Vooral voor relatief kleine aandeelhouders wegen de marginale opbrengsten van het beter controleren van het management nooit op tegen de hoge marginale kosten van strengere controle. De huidige crisis is dus ook een crisis van een falend systeem van ondernemingsbestuur.

### Meer macht aan werknemers

Wat moet het antwoord op deze crisis zijn van voorstanders van een sociaal verantwoord kapitalisme? Zij moeten nu vooral op één ding aandringen: geef de werknemers echte macht in het bedrijf. In Duitsland geldt al sinds tientallen jaren het systeem van *Mitbestimmung*, waarbij de werknemers de helft van de commissarissen mogen

benoemen, evenals een *Arbeitsdirektor* als vertegenwoordiger van de werknemers in het ondernemingsbestuur. Het is opmerkelijk dat – ondanks recente negatieve publiciteit over omkopingschandalen in de Duitse industrie – de Duitse *Mitbestimmung* nog altijd zeer positief wordt gewaardeerd, ook door de werkgevers, zoals recent weer door de tripartiet samengestelde 'Biedenkopf Kommission' in een lijvig rapport is geconstateerd.<sup>2</sup> Een dergelijk stelsel van *Mitbestimmung* lost een reeks problemen tegelijk op. Ten eerste speelt de 'informatie-asymmetrie' minder zwaar op. Het management krijgt controleurs erbij die voltijds in het bedrijf werken en dus veel meer over het bedrijf weten dan een aandeelhouder of commissaris van buiten. Door commissarissen in te schakelen die benoemd zijn door de werknemers wordt eindelijk de intelligentie van de moderne, hoog opgeleide werknemer gebruikt voor controle op het management. Met werknemerscommissarissen als controleurs speelt het principaal-agent probleem dus veel minder op. De agenten moeten veel meer handelen in het belang van het bedrijf en hebben veel minder ruimte om hun eigen belangen ten koste van het bedrijf na te streven. Ten tweede is het goed voor de betrokkenheid en werktevredenheid van mensen als zij meemaken dat hun ideeën voor verbeteringen door hun eigen commissarissen (en *Arbeitsdirektor*) serieus worden genomen. Ten derde zijn er minder risico's bij vijandelijke overnames. Mocht bijvoorbeeld een *private equity* partij roekeloos gedrag vertonen, dan hebben werknemers serieuze mogelijkheden om tegenspel bieden. Ten vierde ontstaat een zelfregulerend mechanisme voor hoge inkomens aan de top: Laat topmanagers de werknemerscommissarissen ervan overtuigen dat ze zoveel miljoen per jaar waard zijn! Ten vijfde kunnen werknemers afdwingen dat bestuurders met goed argumenteerde lange-termijn visies komen. Als werknemers de helft van de macht hebben, dan kun je als manager niet zo maar achter een hype aanhollen, zoals de ICT-hype die KPN ooit bijna de kop kostte. De noodzaak om mensen te moeten overtuigen die het bedrijf van onderop kennen, zou veel bedrijven menige overname en andere ellende door lichtvoetig management kunnen besparen.

Ten slotte zijn de werknemers de enige partij in een bedrijf die er echt belang bij heeft om zich zodanig te gedragen dat een bedrijf over tien of twintig jaar nog bestaat. Veel werknemers danken immers hun verdien capaciteit aan hun bedrijfs specifieke kennis. Gaat het bedrijf ten onder, dan tast dit hun verdien capaciteit aan doordat hun bedrijfs specifieke kennis waardeloos wordt. Echte macht voor de werknemers leidt dus tot meer aandacht voor de lange termijn en biedt tegengewicht tegen het opportunistische kortetermijngedrag van aandelenspeculanten en snel circulerende managers.

Hier ligt bijvoorbeeld voor politici die opereren in de sociaaldemocratische traditie een belangrijke taak: een verdere stap te zetten in de emancipatie van arbeid die er rekening mee houdt dat mensen tegenwoordig veel beter zijn opgeleid dan in de negentiende eeuw. Vooral het feit dat het principaal-agentprobleem dan stukken beter beheersbaar wordt, maakt van een onderneming een meer rationeel functionerend mechanisme. Veel regelgeving door de overheid waarom tegenwoordig wordt geroepen is dan minder hard nodig. Regelgeving is immers niet zonder risico's. Het gevaar bestaat dat dingen worden dichtgeregeld, omdat juristen kans zien, een systeem van regelgeving op te tuigen dat

---

2 Kommission zur Modernisierung der deutschen Unternehmensmitbestimmung ('Biedenkopf Kommission'), Berlin & Düsseldorf, 2006.

hun beroepsgroep van een nieuwe broodwinning voorziet en dat zich vervolgens als een verlamdend mechanisme over de economie legt.

A. Kleinknecht

\* Dr Alfred Kleinknecht is hoogleraar economie van innovatie, TU Delft en gasthoogleraar, Université Panthéon Sorbonne, Paris I.