

De exit uit de Grote Recessie

Het gevoerde economische beleid bij de bankhervormingen en de budgettaire politiek is niet tijdsconsistent door aanhoudende ongelooftwaardigheid van overheidsoptreden. Verwachtingen van marktpartijen bepalen daardoor het overheidsbeleid, in plaats van andersom. De geloofwaardigheid van het gevoerde beleid moet worden vergroot om een exit uit de crisis goed te organiseren.

De gevolgen van de Grote Recessie dreunen eind 2010 nog altijd na. Na een sterke opleving in 2009, zijn de voorspellingen voor 2010 mager. De economische groei is nog wel positief, maar deze valt terug, in Nederland en elders. De kans op een dubbeldip is niet geweken. Overheden kampen met hoge begrotingstekorten. Schuldquotes zijn zonder een oorlogssituatie nog nooit zo hoog geweest. Bij ongewijzigd beleid bereiken schuldquotes snel de negentig-procentniveau's waarboven Reinhart en Rogoff (2009a) laten zien dat de groei wordt aangetast. Overheden zetten daarom wereldwijd bezuinigingen in, terwijl consumenten maar mondjesmaat meer uitgeven en bedrijven nog altijd op de rem staan met de investeringen. De groei in de wereldhandel zwakt daardoor weer af (OESO, 2010; IMF, 2010a). Het monetaire beleid is gevangen in de liquiditeitsval. De officiële

rente's zijn de nul genaderd en centrale banken zetten nog steeds kwantitatieve verruimingsoperaties in om markten liquide te houden, banken te ondersteunen en overheden te redden. Tegelijkertijd lopen de internationale spanningen tussen belangrijke handelsblokken, vooral China en de Verenigde Staten, op vanwege wisselkoersmanipulaties. Na de schuldencrisis eerder dit jaar in Griekenland en de recente redding van Ierland, wordt alom gespeculeerd over de redding van Portugal en Spanje, en zelfs het einde van het Eurogebied.

Een wereldwijde economische ineenstorting na de klap van 2008 is voorkomen. Er is niet bezuinigd, het monetaire beleid is agressief verruimd, banken zijn gered en tot op heden is handelsprotectionisme beperkt gebleven. Zowel John Maynard Keynes als Milton Friedman zouden tevreden kunnen zijn. Maar de exitstrategie uit de reddingsoperaties van de overheid roept grote vragen op. Weliswaar hebben overheden in grote lijnen de lessen van de Depressiejaren dertig geleerd, maar hoe de exit goed te organiseren is niet duidelijk.

Tijdsinconsistentie van optimaal beleid
Fynn Kydland en Edward Prescott kregen in 2004 de Nobelprijs voor de economie voor hun werk dat aantoont dat het beste overheidsbeleid niet tot

BAS JACOBS

Hoogleraar aan de Erasmus
Universiteit Rotterdam

stand komt als dat beleid niet tijdsconsistent is (Kydland en Prescott, 1977). Een economie bereikt alleen een evenwicht als de verwachtingen van de private en de publieke sector consistent met elkaar zijn. Dat is het geval als het overheidsbeleid nooit zou veranderen. De verwachtingen van de private sector worden dan nooit gelogenstraft. Echter, de overheid kan zich niet altijd committeren om in de toekomst het economisch beleid niet te veranderen. In dat geval zijn de verwachtingen van de private sector niet meer consistent met het gevoerde beleid. Beleidsveranderingen zijn gewenst als daarmee de welvaart kan worden vergroot. Dat geldt zelfs als de overheid een goedwillende despoot is en zeker als er allerlei politieke verstoringen zijn die ertoe leiden dat politieke leiders willen terugkomen op eerdere aankondigingen (Persson en Tabellini, 2000). Het meest bekende voorbeeld komt van Calvo (1978), en later gepopulariseerd door Barro en Gordon (1983), over de geloofwaardigheid van de monetaire politiek. Centrale bankiers staan bloot aan de verleiding om de inflatie te laten oplopen als prijzen in nominale contracten zijn vastgelegd en private partijen hun beslissingen hebben genomen. Door de inflatie onverwacht te laten oplopen, kan de centrale bank de werkgelegenheid stimuleren en de welvaart verhogen. Private partijen anticiperen echter dat de centrale bank onverwacht de inflatie laat oplopen. Het enige tijdsconsistente, en dus geloofwaardige beleid, is dat beleid waar de verwachtingen van de private sector door het beleid van de centrale bank worden waargemaakt. Het gevolg is echter dat er meer inflatie ontstaat dan maatschappelijk gezien wenselijk is door het gebrek aan geloofwaardigheid van het beleid. Dit is dan ook precies de reden dat de monetaire politiek gedelegeerd is aan een onafhankelijke centrale bank met als enige doelstelling om de inflatie te bewaken en zoveel mogelijk stabiele beleidsregels voor de monetaire politiek te voeren. Alleen als de centrale bank erin slaagt de inflatieverwachtingen van de markt te laten samenvallen met haar inflatiedoelstelling is het beleid geloofwaardig.

Exit begrotingsbeleid

Het tijdsinconsistentieprobleem treedt niet alleen op bij de centrale bank, maar ook bij de overheid. Overheidsobligaties zijn niet-gesecuriseerde waardepapieren; er is geen onderpand. Beleggers moeten daarom vertrouwen op de belofte van de overheid dat de staatsobligaties met rente worden terugbetaald. Maar die belofte is niet per se geloofwaardig. De overheid kan in de toekomst, als het haar mogelijk beter uitkomt, besluiten om niet volledig terug te betalen. Ook kan ze proberen de inflatie te laten oplopen, de munt te devalueren of de schuld

Een economie bereikt alleen een evenwicht als de verwachtingen van de private en de publieke sector consistent met elkaar zijn

te herstructureren. Ook dan zien beleggers minder van hun geld terug. Zolang verwachtingen van de markt in de overheid worden bevestigd in het overheidsbeleid zal de overheid niet in de problemen komen.

Als beleggers echter denken dat ze hun geld kwijt kunnen raken, zullen ze een hogere rente verlangen. Het gevolg is dat de overheid met schulden meer schulden moet aangaan om de rentekosten te financieren. Dit vergroot de kans op een faillissement waardoor de verwachtingen van de markt worden bevestigd. Als de overheid probeert de marktverwachtingen te keren door bijvoorbeeld hard te bezuinigen om minder te hoeven lenen, dan hoeft dat niet altijd te helpen om uit de financieringsproblemen te komen. Harde bezuinigingen doen de economische groei op korte termijn dalen en de begrotingstekorten stijgen, waardoor alsnog een beroep moet worden

gedaan op de kapitaalmarkt. Razendsnel kan een slecht evenwicht worden bereikt waarin de negatieve marktverwachting dat de overheid failliet gaat via een *self-fulfilling prophecy* bewaarheid wordt. Marktverwachtingen bepalen dan het overheidsbeleid, zoals we afgelopen zomer in Griekenland en de afgelopen weken in Ierland zagen.

Zolang onduidelijkheid blijft bestaan over het te voeren beleid in de toekomst, ook al suggereren onze politici die duidelijkheid wel, kunnen beleggers er niet van op aan dat de overheid toch iets anders gaat doen dan ze nu zegt. Worden obligatiehouders geknipt en geschoren? Worden landen wel of niet uitgekocht? Worden banken wel of niet gered? Als marktpartijen niet geloven dat de overheid zich aan de eerdere aankondigingen houdt, is het beleid niet tijdsconsistent, en houdt de turbulentie op financiële markten aan.

Exit monetair beleid

Centrale bankiers staan voor de formidabele opgave om de grootschalige liquiditeitssteun weer terug te draaien als de economie aantrekt. Zolang de liquiditeitssteun in de financiële instellingen blijft, is de kans op inflatie afwezig. Pas als banken weer gaan uitlenen aan huishoudens en bedrijven zal de liquiditeitsmassa de economie instromen en tot inflatie kunnen leiden. Hoewel inflatieverwachtingen momenteel nog altijd laag zijn, en eerder wijzen op dalende dan stijgende inflatie (OESO, 2010; IMF, 2010a), zal alles afhangen, wederom, van de geloofwaardigheid van het gevoerde beleid, in dit geval van de centrale banken. Vermoedelijk zal vanuit de politiek wereldwijd grote druk worden uitgeoefend op de centrale banken om, als de economie aantrekt, de liquiditeitssteun traag af te bouwen en rentes niet snel te verhogen, om enerzijds de economie te stimuleren en anderzijds staatsschulden weg te infleren (Reinhart en Rogoff, 2009b). Aangezien de Amerikaanse centrale bank een dubbel mandaat heeft, prijsstabiliteit en economische groei, is de kans op olopemde inflatie in de Verenigde Staten vermoedelijk groter dan in Europa, waar de ECB alleen prijsstabiliteit tot doel heeft. De monetaire exit uit de crisis kan daarom gepaard gaan met verlies aan geloofwaardigheid voor centrale bankiers, waardoor inflatievoeten langdurig hoger kunnen zijn.

Exit financiële sector

Ook de financiële sector heeft de overheid in de houdgreep. Wereldwijd zijn banken gered via nationalisaties, kapitaalinjecties, opkopen van getroubleerde papieren, garanties op spaartegoeden en garanties op interbancaire kredietverlening. Gelukkig zijn inmiddels circa driekwart van de problematische activa, ter waarde van 2,2 biljoen dollar, afgeschreven (IMF, 2010b). Daardoor zijn financiële condities op de markten hersteld met lagere rentes en risicopremies, maar nog altijd substantieel hoger dan voor de crisis. De toegang tot kapitaalmarkten is weliswaar beter geworden, maar desondanks blijft de kredietverlening zwak door *deleveraging* operaties bij de banken om hun buffers te versterken. Het banksysteem blijft in de ogen van beleggers bovendien fragiel, gezien de aanzienlijke *credit default spreads* op bankpapier (IMF, 2010b). Door turbulentie op de obligatiemarkten staan banken bovendien bloot aan de schuldencrisis en

nemen liquiditeitsproblemen weer toe. Door de zeer lage korte rente zijn veel overheden en financiële instellingen kort gaan financieren. Binnenkort moet vier biljoen dollar aan kortlopende bankschulden worden geherfinancierd. Daarnaast hebben overheden grote liquiditeitsbehoefte gezien de aanzienlijke hoeveelheden kortlopende overheidsschulden die moeten worden geherfinancierd (IMF, 2010b). Reinhart en Rogoff (2009b) laten zien dat met name korte schuldfinanciering voor grote financiële problemen kan zorgen als vertrouwen van markten wegvalt. Het is, achteraf gezien, bijzonder pijnlijk dat Ierse banken door de Europese stresssteden kwamen, aangezien niet werd getest op gevolgen van financiële schokken op de liquiditeit van banken, maar alleen op de solvabiliteit (CEBS, 2010). Ook bij de financiële sector kampt de overheid met een geloofwaardigheidsprobleem. Mochten systeembanken weer in de problemen komen, dan kan de overheid niet geloofwaardig maken dat ze niet worden gered. Gegeven dat banken weten dat ze een *bail out* kunnen verwachten, blijven ze te grote risico's nemen. Daardoor zijn obligatiehouders in de financiële instellingen wereldwijd de dans ontsprongen.

Overheden hebben sinds het losbarsten van de crisis in 2008 al enige jaren de tijd gehad om het financiële systeem op orde te brengen. Echter, naar waarneming van het IMF zijn ze daar nog steeds niet in geslaagd. Het IMF (2010a, 2010b) waarschuwt dat: *“Considering the devastating consequences of the crisis and the magnitude of the challenge, progress is still very slow, hampered by narrow national interests.”* En: *“Policymakers should not squander opportunities to strengthen and recapitalize banking systems, address too-important-to-fail entities, reduce contingent liabilities, and place sovereigns on a credible fiscal path”*. Dit zijn ongekend harde waarschuwingen van ambtenaren die normaliter verhuulend beleidsjargon produceren.

Door aanhoudende onzekerheden in het banksysteem en tergend langzame hervormingen blijft het Europese bankenbeleid ongeloofwaardig. Daardoor kunnen bankobligatiehouders en banken blijven rekenen op een *bail out* als het onverhoopt toch weer eens misgaat met een Europese bank, zoals we onlangs hebben gezien in Ierland.

Europa

Gebrek aan geloofwaardigheid is ook de kern van het probleem in Europa. Overheden moeten het iedere keer onderling eens zien te worden. Het Groei- en Stabiliteitspact is inmiddels een dode letter. Belangrijke landen hebben zich nooit aan de afspraken voor groei en schuld gehouden als dat zo uitkwam. Bij Griekenland en Ierland is de *no bail out clause* niet nageleefd. Politici die roepen dat financiële markten “irrationeel zijn”, aldus de Franse Minister van Financiën Lagarde, of “van hun geloof vallen” dat markten rationeel zijn, aldus de Nederlandse Minister van Financiën De Jager, hebben de essentie van het geloofwaardigheidsprobleem niet begrepen. Zolang Europese lidstaten geen nationale bevoegdheden willen afstaan, blijft het Europese beleid ten aanzien van de banken en schuldencrisis ad hoc en dus ongeloofwaardig. De euro zal een speelbal blijven van marktsentimenten, ongeacht hoe hard onze regeringsleiders zullen roepen dat ze nooit zullen toestaan dat de euro uit elkaar spat. De geschiedenis heeft aangetoond dat monetaire unies zonder een politieke unie zelden een lang leven beschoren zijn.

Herstel geloofwaardigheid

De crisis dwingt overheden om hun geloofwaardigheid te herstellen of te vergroten. Dat kan op een aantal manieren: hervorming van de financiële sector, structurele economische hervormingen, ingrepen in de overheidsfinanciën en reparatie van de afspraken in Europa.

Ten eerste, de financiële sector moet worden hervormd om de claims van de financiële sector op de belastingbetaler te verminderen. Hoe minder de overheid het risico loopt banken te moeten redden, hoe groter de schuld is, die ze zich

Zolang Europese lidstaten geen nationale bevoegdheden willen afstaan, blijft het Europese beleid ten aanzien van de banken en schuldencrisis ad hoc en dus ongeloofwaardig

kan permitteren. Europese overheden mogen geen tijd verliezen. Het is daarom een gotspe dat in het regeerakkoord het woord bank of financiële instelling niet één maal voorkomt.

Banken zijn volgens het IMF (2010b) nog steeds de achilleshiel van het economisch herstel. Het maatschappelijke debat wordt echter beheerst door een eenzijdige focus op de beloningen en bankenheffing. Het is natuurlijk een schande dat banken op oude voet doorgaan met hun beloningsbeleid, maar beloningen zijn niet het belangrijkste probleem. Bij de bankenheffing wordt feitelijk

geaccepteerd dat banken hoe dan ook schade blijven aanrichten door excessieve risico's te nemen. De beleidsdiscussie zou moeten gaan over het voorkomen daarvan.

Het elimineren van de impliciete belastingsubsidie van de belastingbetaler aan de banken is nog steeds de belangrijkste opdracht voor de politiek. Het *too big too fail* probleem moet worden opgelost. Deze discussie is urgent, maar lijkt als een nachtkaars te zijn uitgedoofd. Belangrijk, ook in Europees verband, blijft daarom het herkapitaliseren, of desnoods nationaliseren, van zwakke banken. De blootstelling aan schuldrisico's van overheden maakt banken fragiel. Systeemrisico's nemen ook weer toe door de *shake out* in het internationale bankwezen. De schaal van banken stijgt en de concurrentie neemt af. Zakenbanken moeten worden onderworpen aan dezelfde kapitaal- en liquiditeitseisen als spaarbanken zolang het niet mogelijk is een waterdichte scheiding aan te brengen tussen zaken- en spaarbanken. Een klein land als Nederland kan zich bovendien geen grote bankensector met voornamelijk systeembanken permitteren zonder internationaal toezicht met *burden sharing* als het misgaat. Als dat niet mogelijk is, dan moet het debat worden gevoerd of Nederlandse banken niet veel kleiner moeten worden, zoals oud-minister Bos in 2009 suggereerde.

Volgens Basel-III moeten de kapitaaleisen omhoog. Dat is uitstekend, maar het tempo is te traag en de vereisten te zwak. Banken moeten circa 15 procent eigen vermogen gaan aanhouden (Admati *et al.*, 2010). Prikkel tot het nemen van excessieve risico's nemen af waardoor de impliciete subsidie van de belastingbetaler aan de banken daalt. Daarnaast moet de expliciete subsidie op schuldfinanciering, via de hypotheekrenteaftrek in de inkomstenbelasting en renteaftrek in de vennootschapsbelasting, worden afgebouwd (Admati *et al.*, 2010). De overheid stimuleert via de fiscaliteit op grote schaal het aangaan van schulden bij zowel huishoudens als bedrijven. Dit vergroot de kwetsbaarheid van de economie voor turbulentie op financiële en huizen-

markten, maar verstoort eveneens op grove wijze de doelmatige allocatie van kapitaal in de economie. Tot op heden vernemen we geen plannen om hier iets aan te gaan doen, zowel in Nederland als daarbuiten.

Ten tweede dienen overheden economische hervormingen door te voeren waardoor de economie beter gaat functioneren. Met name arbeidsmarkten moeten worden hervormd, in Zuid-Europese landen, maar ook in Noord-Europese. Daardoor worden toekomstige belastingbases breder en kunnen overheidsschulden makkelijker worden gedragen. In Nederland zijn hervormingen van het ontslagrecht, verkorting van de WW-duur en aanpassingen van de loonstructuur belangrijk. Zuid-Europese Eurolanden kunnen alleen door meer arbeidsmarktflexibiliteit en reële loondalingen hun sterk verslechterde concurrentiepositie herstellen en de werkloosheid verkleinen. Als de geloofwaardigheid van de Zuid-Europese overheden toeneemt, daalt de kans dat Noord-Europese landen hen moeten redden.

Ten derde zullen overheden de financiën op orde moeten brengen. Door de vergrijzing krimpt de belastinggrondslag aanzienlijk, terwijl de toekomstige overheidsuitgaven aan zorg en pensioenen sterk toenemen. Niet alleen in Nederland, maar in heel Europa. Daarnaast zijn de overheidsfinanciën door crisis en het redden van banken verslechterd. Door met name toekomstige uitgaven te beperken of toekomstige belastinginkomsten te vergroten verbetert op lange termijn de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, zonder dat op korte termijn de economische groei sterk wordt afgeknepen. Bijvoorbeeld, gestage verhoging van de pensioenleeftijd slaat twee vliegen in een klap: hogere belastingopbrengsten en minder overheidsuitgaven aan AOW-uitkeringen. Dit beleid is echter alleen geloofwaardig als de politieke pijn van ingrijpende maatregelen nu wordt genomen en niet wordt uitgesteld.

Ten vierde, het Eurogebied kan alleen blijven voortbestaan als Eurolanden het eens kunnen worden over het opgeven van enige mate van soevereiniteit aan Europa of de ECB om zo op een geloofwaardige manier landen of banken te redden, zonder tussenkomst van politici uit de deelnemende landen. Daar hoort ook een mechanisme bij om eventuele reddingskosten te verhalen op de deelstaten. Buiters en Rahbari (2010) noemen dit een "minimal fiscal Europe". De ECB is thans geloofwaardiger dan de Europese regeringsleiders. Zij kan zonder tussenkomst van de politiek obligaties opkopen of banksteun verlenen en feitelijk kosten daarvan verhalen op de overige Eurolanden. Via een hogere inflatie, als interventies niet worden gesteriliseerd, of via lagere rendementen op andere effecten, als interventies wel worden gesteriliseerd, betalen uiteindelijk spaarders en vermogenden voor de redding van landen of banken, zonder tussenkomst van de politiek. Het

De ECB is thans geloofwaardiger dan de Europese regeringsleiders

gebruik van de inflatiebelasting door de ECB is daarmee al een vorm van afstaan van nationale soevereiniteit.

Geloofwaardigheid en politiek

Herstel van geloofwaardigheid is de belangrijkste voorwaarde voor een goede exit uit de crisis. Of het nu gaat om overheids-schulden, bankhervormingen, afbouwen liquiditeitssteun of herstel in Europa. Helaas zijn de voortekenen niet gunstig. In Nederland is na Balkenende-IV een regering gekozen waarmee

op financieel-economisch gebied wederom vier jaar stilstand wordt geboekt (Boot *et al.*, 2010). In Ierland werden direct verkiezingen aangekondigd toen Ierland bij Europa voor steun aanklopte. In Griekenland, Portugal en Spanje zijn burgers te hoop gelopen tegen overheden die noodzakelijke hervormingen moeten doorvoeren. In Noord-Europese landen is de bereidheid om bij te dragen aan problemen in de Eurozone aan het vervliegen; Duitsland en Nederland wijzen verdere Europese integratie af. In de Verenigde Staten hebben de Republikeinen de meerderheid in het Huis van Afgevaardigden weer terug gewonnen op de Democraten en kunnen alle beleidsvoornemens van Obama saboteren, zoals nu te zien is met het verlopen van de Bush-belastingverlagingen. Wereldwijd beloont de ontevreden kiezer politiek opportunisme, waardoor de geloofwaardigheid van het overheidsbeleid nog verder wordt ondermijnd. De opdracht voor onze politici en beleidsmakers is daarom enorm. Hun grote financieel-economische verantwoordelijkheid laat zich niet goed verenigen met het bevredigen van de onderbuikgevoelens van het ontevreden kiezersvolk. Aan de politici wordt veel wijsheid toegewenst voor het, ongetwijfeld turbulente, nieuwe jaar.

LITERATUUR

- Admati, A., *et al.* (2010) Healthy banking system is the goal, not profitable banks. *Financial Times*, 9 november.
- Boot, A., L. Bovenberg, B. Jacobs en S. van Wijnbergen (2010) Voor economie lost dit akkoord vrijwel niets op. *NRC Handelsblad*, 1 oktober.
- Barro, R.J. en D.B. Gordon (1983) Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 12(1), 101-121.
- Buiters, W.H. en E. Rahbari (2010) Greece and the fiscal crisis in the eurozone. *CEPR Policy Insight*, 2010(51).
- Calvo, G.A. (1978) On the time consistency of optimal policy in a monetary economy. *Econometrica*, 46(6), 1411-1428.
- Committee of European Banking Supervisors (2010) 2010 EU-Wide stress testing. Resultaten van stresstests op www.c-eb.org.
- IMF (2010a) Recovery risk and rebalancing. *World Economic Outlook*, oktober.
- IMF (2010b) Sovereigns, funding, and systemic liquidity. *Global Financial Stability Report*, oktober.
- Kydland, F. en E.C. Prescott (1977) Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, 85(3), 473-492.
- OESO (2010) Economic Outlook. *Economic Outlook*, oktober.
- Persson, T., en G. Tabellini (2000) *Political Economics*. Cambridge, Mass.: MIT-Press.
- Reinhart, C. en K. Rogoff (2009a) Growth in a time of debt. *American Economic Review Papers and Proceedings*, 100(2), 573-578.
- Reinhart, C. en K. Rogoff (2009b) *This time is different. Eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press.