

Schuld en crisis

ROEL BEETSMA, hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

De huidige crisis, die begon met de daling van de huizenprijzen in de Verenigde Staten, heeft de invloed van de overheden op hun economieën aanzienlijk versterkt.

Grote delen van de financiële sector zijn overgenomen, zoals in Nederland ABN AMRO en Fortis, er zijn leningen en garantstellingen verstrekt en in sommige gevallen is er direct ingegrepen in het management van financiële instellingen. Bij dit alles zijn de overheidstekorten fors opgelopen en de overheidsschulden nog meer, doordat veel van de overnameoperaties in de financiële sector buiten de berekening van de tekorten is gebleven. Inmiddels is er weer sprake van een voorzichtige groei in Europa. Dit betekent echter niet dat overheden zich snel zullen terugtrekken. In de eerste plaats is het herstel vaak nog te pril om zonder de vraag vanuit de overheid te kunnen. Verder zijn de markten nog te zwak om de genationaliseerde delen van de financiële sector weer tegen een goede prijs op te kopen. Wellicht komen er nieuwe rondes van afschrijvingen op leningen aan bedrijven en consumenten die in moeilijkheden zitten doordat ze failliet gaan of werkloos worden. Sommigen wijzen dan ook op de mogelijkheid van een w-vormige recessie met een nieuwe terugval van de economieën wanneer de vraagimpulsen van de overheden zijn uitgewerkt. Ten slotte, het ligt voor de hand dat overheden hun recent verworven macht over de financiële sector koesteren. Relatief slecht verdienende politici en ambtenaren kunnen de dikbetaalde bankbazen vertellen wat ze wel en niet moeten doen. Niets menselijks is hun vreemd.

Voor landen met een grote financiële sector, zoals Nederland en het Verenigd Koninkrijk, zien een sterke toename van de staatsschuld. Waar met Prinsjesdag 2008 nog verwacht werd dat onze staatsschuld tot beneden de veertig procent van het bbp zou dalen, gaat deze volgend jaar al over de 65 procent. Ook zijn de rentever verschillen met Duitsland over de brede linie toegenomen. Het meest geldt dat voor Ierland en Griekenland, waarvan de *spread* recent weer tot boven de 150 basispunten steeg. Terwijl in het geval van Ierland waarschijnlijk de onzekerheid over de financiële sector een belangrijke rol speelt, zijn voor Griekenland vooral de slechte startpositie in termen van hoge initiële schuld en de onduidelijkheid over de begrotingscijfers de oorzaken. Pas geleden is het verwachte tekort voor dit jaar fors omhoog bijgesteld naar 12,5 procent van het bbp, en dat is niet de eerste keer dat de Griekse statistieken achteraf niet blijken te kloppen. De aanlevering van de begrotingscijfers is daarom onder verscherpt Europees toezicht gesteld. De deelname aan de euro heeft Ierland en Griekenland overigens veel ellende bespaard. Hun eigen munten zouden zijn gekelderd en de herfinanciering van hun staatsschulden zou in gevaar zijn gekomen. Dat is gelukkig niet gebeurd. Lidmaatschap van de eurozone vergroot de kans op een uitkoop in geval van een dreigend faillissement. Als overheden al niet

bereid zijn om een commerciële bank failliet te laten gaan, dan is het onwaarschijnlijk dat men lijdzaam zal toezien als een van de landen in de eurozone ten onder gaat en daarmee de hele zone ontwricht. Artikel 100, lid 2 van het EU-verdrag laat de mogelijkheid open van financiële assistentie in geval van uitzonderlijke omstandigheden (Münchau en Mundschenk, 2009). Als de huidige crisis geen uitzonderlijke omstandigheid vormt, wat dan wel?

In het nabije buitenland lijkt men laconieker over de overheidsfinanciën dan in Nederland. In Duitsland wil de nieuwe regering de belastingen verlagen om daarmee de binnenlandse bestedingen aan te wakkeren, terwijl in Frankrijk het overheidstekort in 2010 naar verwachting bijna acht procent van het bbp zal zijn. Dat van het Verenigd Koninkrijk zal in 2010 waarschijnlijk zelfs fors boven de tien procent uitkomen, terwijl projecties voor de wat langere termijn een stijging van de schuldquote tot ver boven de honderd procent aangeven, ondanks een economische groei van bijna drie procent. De meeste landen in de eurozone voldoen niet meer aan de eis van maximaal drie procent van het bbp-tekort en zijn al, of zullen binnenkort, in de officiële tekortprocedure van het Stabiliteits- en Groeipact worden opgenomen (Beetsma en Giuliodori, 2009). De Europese Commissie, de bewaker van de procedure, heeft al wel aangegeven dat ze relatief soepel zal omgaan met de excessieve tekorten. De deadlines voor het wegwerken ervan zijn daarom in een aantal gevallen uitgesteld tot 2013 of 2014.

Menigeen zal de oplopende tekorten in het buitenland als een geruststelling opvatten voor de Nederlandse situatie, die kennelijk zo slecht nog niet is. Niets is echter minder waar. Hoe hoger de buitenlandse tekorten en hoe hoger de buitenlandse staatsschuld, hoe duurder het straks voor Nederland wordt om zijn eigen schuld te herfinancieren. Weliswaar is de langetermijnrente voor de hoogste kwaliteit staatsobligaties nu nog laag, maar dat heeft te maken met de vlucht naar kwaliteit. Bovendien is de inflatie zo laag, dat de huidige lange reële rente met een niveau van tegen de drie procent historisch gezien helemaal niet zo laag is. Forwardmarkten prijzen voor de langere termijn een stijging in van zowel de korte als lange rente tot niveaus van tussen de 4,5 en 5 procent. Liquiditeits- en risicopremies komen daar nog eens bovenop.

De oplopende Europese staatsschuld heeft een aantal nadelige gevolgen voor de middellange en lange termijn. In de eerste plaats is het risico op het niet kunnen voldoen aan de betalingsverplichtingen door landen toegenomen, zij het dat de kans hierop nog steeds klein lijkt. In de tweede plaats zal er politieke druk komen op de ECB om haar ruime monetaire beleid voort te zetten. Dit dempt niet alleen de reële waarde van de schuld, maar ook de werkloosheid in de nabije toekomst. Een onvoldoende restrictief

monetair beleid zal echter het vertrouwen in de euro en de stabiliteit van de eurozone ondermijnen. Zelfs wanneer de ECB in staat is de huidige monetaire verruiming helemaal terug te draaien, dan nog zal de politieke roep om verruiming ondermijnend werken. Vertrouwen van de financiële markten eist dat ook de politiek zich schaaft achter de doelstelling van prijsstabiliteit. In de derde plaats verstikt de hoge overheidsschuld het economische herstel langs twee kanalen. Private bedrijven kunnen moeilijker aan krediet komen door het beslag van de staatsschuld op de besparingen en voor zover een ruimer monetair beleid de waarde van de schuld niet erodeert zal er een periode van langdurig hogere belastingen nodig zijn om de schuld weg te werken of aan de blijvend hogere renteverplichtingen te voldoen. De verkoop van de staatsbelangen in de financiële sector zal weliswaar een neerwaarts effect op de staatsschulden hebben, maar zal de oorspronkelijke toename in de schulden waarschijnlijk niet goed maken. De reden is dat met een informatieachterstand en onder de druk van dreigende bankfaillissementen en gevaren voor het financiële systeem overheden gemakkelijk te veel betalen voor hun deelnames in deze sector.

Een apart gevaar vormt de toename van de Amerikaanse overheidschuld. Weliswaar is die als percentage van het bbp nog niet zo uitzonderlijk hoog, maar het probleem zit in de absolute omvang ervan en de noodzaak om deze vooral vanuit het buitenland te financieren. De literatuur discussieert nog steeds over de vraag of een hogere Amerikaanse staatsschuld zich vertaalt in een hoger tekort op de lopende rekening. Feit is dat, ondanks de toegenomen particuliere spaarzin in de Verenigde Staten, de lopende rekening nog steeds een fors tekort heeft: bijna honderd miljard dollar in het tweede kwartaal van 2009. Hoe hoger de Amerikaanse buitenlandse schuld, hoe gevoeliger de waarde van de dollar en de wereldconomie worden voor signalen over afnemende bereidheid tot de financiering ervan. Grote crediteuren als China, Rusland en olieproducerende landen zijn wel de gevangenen geworden van hun eigen dollarbezittingen, maar zullen in de toekomst ongetwijfeld proberen om deze te vervangen door andere bezittingen. Een ordelijke afbouw van de huidige onevenwichtigheden eist overheidsbezuinigingen aan Amerikaanse zijde en bereidheid aan vooral Chinese zijde om zijn munt te revalueren.

Wat moeten overheden onder de huidige omstandigheden doen? In de eerste plaats moeten ze duidelijkheid over hun eigen financiële situatie verschaffen. Recent onderzoek (Beetsma *et al.*, 2009) laat zien dat overheden systematisch te optimistisch zijn in hun financiële plannen. Nederland in zijn begroting voor 2009 is daarvan een duidelijk voorbeeld geweest. Terwijl de crisis al volop in gang was, ging onze regering nog uit van groei in 2009, met de bijbehorende gevolgen in termen van loongroei. Deze crisis vergroot

het gebrek aan transparantie in een nieuwe dimensie. De ingrepen van de overheid via garantstellingen, zoals van het interbancair leenverkeer en de risicodeling in de leningenportefeuille van ING, hebben geleid tot conditionele financiële verplichtingen die zich niet hebben vertaald in een hogere staatsschuld, maar die wel de financiële gezondheid van de overheid vertroebelen. Terecht pleiten Bovenberg en Jacobs (2009) voor het op de staatsbalans zetten van deze risico's. Gebrek aan transparantie kost geld in de vorm van een extra risicopremie op de rente. Beleggers houden rekening met de mogelijkheid dat de onderliggende gezondheid van de overheidsfinanciën lager is dan uit de cijfers blijkt en dus dat ze meer risico lopen dan enkel op grond van de officiële statistieken verwacht mag worden. Ze zullen dit zelfs aannemelijk vinden, want een overheid die onduidelijk is over haar financiën heeft waarschijnlijk iets te verbergen. Het tweede onderdeel van de strategie van de regering moet zijn om een duidelijk pad, eventueel conditioneel, aan te geven voor de terugtrekking uit de financiële sector. Dit begint met het buiten de directe politieke sfeer halen van de staatsbelangen in deze sector door deze in een apart agentschap te plaatsen (Boot *et al.*, 2009; Beetsma en Gradus, 2009). Het beleid binnen deze instellingen wordt daarmee minder afhankelijk van de dagelijkse grillen van de politiek en kan worden gericht op de voorbereiding voor een nieuwe beursgang. Afbouw van de staatsschuld kan pas plaatsvinden wanneer onze economie weer goed op stoom is. Vertrouwen van de financiële sector vereist daarom een duidelijke commitment voor toekomstige afbouw: immers in het verleden hebben regeringen vaak in goede tijden nagelaten om hun financiën op orde te krijgen. De bedoelde *commitment* kan worden vergroot door publicatie van een pad voor de staatsschuld, dat eventueel eveneens conditioneel op de economische omstandigheden kan worden gemaakt.

LITERATUUR

- Beetsma, R. en R. Gradus (2009) Kabinet: richt je aandacht op de overheidsfinanciën en exit uit de financiële sector. *Tijdschrift voor openbare financiën*, 41(3), 114-120.
- Beetsma, R. en M. Giuliodori (2009) The macroeconomic costs and benefits of the EMU and other monetary unions: an overview of recent research. *Journal of economic literature*, te verschijnen.
- Beetsma, R., M. Giuliodori en P. Wiert (2009) Planning to cheat: EU fiscal policy in real time. *Economic policy*, 24(60), 753-804.
- Boot, A., A. Bovenberg en W. Buitter (2009) Managen crisis gaat Financiën ver te boven: richt een zakelijk agentschap op. *NRC Handelsblad*, 10 maart.
- Bovenberg, A. en B. Jacobs (2009) Zet risico's op staatsbalans. *De Volkskrant*, 5 februari.
- Münchau, W. en S. Mundschenk (2009) Eurozone meltdown: eight scenarios how the unthinkable might happen. www.eurointelligence.com.