

Het zekere

voor het onzekere



Overheidsschuld staat verdere steun aan economie toe



Inhoud

Inleiding

Een ongekende crisis en ongekend grote economische steunpakketten van de overheid. Tot dusverre is er weinig debat over de noodzaak daarvan: de steun voor die aanpak is groot. Maar kan dit wel zo doorgaan? Voor het publiek en voor politici is dat richting 2021 een grote vraag, omdat het virus minder tijdelijk is dan eerder gehoopt. Op social media, maar ook in gesprekken om ons heen hoorden we toch nog veel mensen die vrezen dat al die extra uitgaven op termijn ook weer terug moeten komen. En dat we juist dan weer in een economische dip terecht zullen komen. 'Net als bij de kredietcrisis', horen we dan. De angst daarvoor kan invloed hebben op het vertrouwen in de toekomst bij Nederlandse consumenten en bedrijven. En dus is het belangrijk om goed uit te leggen hoe economen hierover nadenken. Dat kan bovendien ook politici en burgers helpen om hun aanpak en standpunten te bepalen.

We vroegen het [tien economen](#), deskundig op het gebied van macro-economie en/of overheidsfinanciën, bestaande uit negen Nederlanders en een Belg. Dit rapport schetst voor een breed publiek de stand van het denken in Nederlandstalig economenland, waarbij wij ingewikkelde economisch theorie zoveel mogelijk achterwege hebben gelaten. Er bestaan op sommige onderwerpen meerdere scholen, terwijl op andere punten economen het roerend eens zijn. Al met al geeft hun denken veel inzicht voor wie grip probeert te krijgen op deze materie. In de samenvatting op pagina drie geven we de blik van de groep economen, in de conclusie geven we onze eigen interpretatie op basis van hun visies. Die is dus volledig voor onze eigen rekening. We gaan er graag met u over in gesprek.

Marieke Blom

Hoofdeconoom ING Nederland



Inhoudsopgave

Consensus: steun kan, niet of nauwelijks zorg om schuld	3
1. Coronavirus en schade aan de economie	4
Abrupte en diepe inzinking met enorme onzekerheid	5
Kans op blijvende schade groter als virus lang aanhoudt	6
Ruime steun voor voorkomen langdurige schade	7
Economen verdeeld over nu steun tegenover herallocatie	8
2. Coronavirus en de overheidsfinanciën	9
Ook bij extra steunpakket blijft schuld onder kritieke grens	10
Onnodig om staatsschuld (snel) terug te dringen	11
Behandel coronakosten als tijdelijk en focus op houdbaarheid	12
3. Onze conclusie	13
Eerst steunen, dan pas ombouwen	14
Bronnen	15
Colofon	16

Consensus: steun kan, niet of nauwelijks zorg om schuld

Diepe dip met grote onzekerheid

De coronacrisis betekent een abrupte en diepe inzinking van de economie. Dit is op korte termijn pijnlijk, maar kan ook op langere termijn grote sporen nalaten in de werkloosheid, faillissementen en de productiviteit. Daarom vinden alle economen het verstandig dat de Nederlandse overheid het eerste half jaar ruimhartig steun heeft verleend.

Komende periode, school I: 'steun is investering'

Vooruitkijkend vallen er twee 'scholen' te ontwaren. De eerste groep wijst vooral op de blijvende effecten van een tijdelijke dip, juist ook als die wat langer gaat duren. Mensen raken dan langdurig werkloos en verliezen daardoor vaardigheden en netwerk. Productie-netwerken raken verstoord door faillissementen. Om dit te voorkomen kan de overheid beter het zekere voor het onzekere nemen: te kort stimuleren is schadelijker dan te lang. Het in stand houden van productiecapaciteit is op termijn goedkoper dan weer heropbouwen. Korte termijn steun is voor hen een 'investering' in de economische groei op langere termijn.

Komende periode, school II: 'economie ombouwen'

Steun van de overheid voorkomt faillissementen, ook van 'ongezonde' bedrijven. De andere helft van de economen wil vooral voorkomen dat arbeid en kapitaal vast blijven zitten in bedrijven die structureel niet levensvatbaar zijn. Dat verstikt namelijk het groeipotentieel van de economie op termijn.

Eventuele toekomstige steun moet vooral de vorm krijgen van prikkels om mensen naar banen met kansrijke perspectieven te helpen, zoals met scholing.

Zuinigheid of schuld niveaus niet bepalend voor keuze

Het is dus niet zozeer het oplopen van de schuldquote, die hierbij de kern vormt van de redenering: geen van de gesproken economen maakt zich op dit moment zorgen om de Nederlandse overheidsfinanciën. De meeste economen verwachten dat bij een bepaalde hoogte van de schuld de rente wel gaat stijgen, maar niemand stelt dat dat niveau exact is vast te stellen. Een deel van de economen stelt niet te lang boven de 80 of 90% bbp te willen uitkomen. Een enkeling noemt 70%, om echt veilig te zitten. Maar het belangrijkste voor dit en volgend jaar: de grote meerderheid denkt dat ook bij een derde steunpakket de schuld wel onder de - onbekende - kritieke grens zal blijven.

De extra schuld (voorlopig) niet afbouwen

Alle geïnterviewden stellen dat steunmaatregelen tijdelijk moeten zijn en dus - als het virus is beteugeld en de economie weer opkrabbelt - moeten worden beëindigd. Dan zullen de Nederlandse overheidsfinanciën weer redelijk in evenwicht zijn en stijgt de schuldquote dus niet verder. Maar de hoeveelheid schuld is intussen natuurlijk wel veel hoger. De afbouw daarvan wil een aantal economen actief ter hand nemen, om bij een volgende crisis weer ver onder de kritieke grens te zitten.

Waar niemand voor is, is heel snel bezuinigen. Zelfs sommige economen die actief willen bezuinigen om de schuld te verminderen, stellen dat de ingrepen tijdens de vorige financiële crisis te vroeg kwamen en daarmee het economisch herstel destijds teveel hebben ondermijnd.

Overheidsfinanciën fundamenteel gezond

Nagenoeg alle economen zien de coronacrisis als iets tijdelijks dat zelden voorkomt. Ze adviseren dan ook om de financiële kosten ervan over meerdere decennia uit te smeren in kleine jaarlijkse bedragen. Omdat het gaat om tijdelijke kosten, hebben de extra uitgaven geen fundamenteel effect op de overheidsfinanciën, zoals op het houdbaarheidssaldo - het lange termijn evenwicht tussen uitgaven en inkomsten. Een substantieel deel van de economen vindt bovendien dat de schuld op een hoger niveau dan voor de coronacrisis mag blijven en adviseert dus om helemaal geen extra ingrepen te doen.

Wat kunt u verwachten?

De extra uitgaven aan steun voor de economie zullen geleidelijk wel dalen. De kans dat de Nederlandse overheid zich vervolgens, zoals na de vorige crisis, gedwongen voelt om flink te snoeien in de overheidsfinanciën lijkt, op basis van de interviews met deze groep economen, echter beperkt.

Hoofdstuk 1



Coronavirus en schade aan de economie

Abrupte en diepe inzinking met enorme onzekerheid	5
Kans op blijvende schade groter als virus lang aanhoudt	6
Ruime steun voor voorkomen langdurige schade	7
Economen verdeeld over steun tegenover herallocatie	8

1.1 Abrupte en diepe inzinking met enorme onzekerheid

Unieke crisis want overheid sluit bedrijven

Recessies vertonen vaak overeenkomsten, maar deze inzinking is echt anders. De overheid heeft de recessie veroorzaakt door in maart, met goede redenen, delen van de economie op slot te gooien om versnelling in de verspreiding van het coronavirus een halt toe te roepen.

"We hebben nooit eerder meegemaakt dat we op deze wijze in een recessie terecht zijn gekomen en we tasten volledig in het duister hoe het verder gaat, omdat we niet weten hoe de epidemie zich verder ontwikkelt." - Prof. dr. Paul de Grauwe

Onzekerheid veel groter dan doorgaans in recessies

Buitengewoon **grote onzekerheid** is een belangrijk kenmerk van deze crisis. Het is mogelijk dat er in ons land geen evengrote tweede golf komt als de eerste virusuitbraak. Dan kunnen recente hoopgevende signalen over een terugverende economie uitgroeien tot echt economisch herstel op korte termijn. Evengoed is het mogelijk dat er wel een tweede en zelfs derde golf komt die tot nieuwe lockdowns leiden, waardoor de economie weer wordt teruggeworpen.

"Economisten moeten bescheiden zijn met hun verwachtingen over de (structurele) groeivoet. Heel veel weten we niet precies, er is een enorme waaier van onzekerheid."
- Prof. dr. Clemens Kool

Economisten weten gewoon niet hoe lang deze crisis gaat duren. Wel kunnen ze de problemen aangeven waarmee de economie op dit moment kampt en welke problemen kunnen ontstaan als de pandemie

lang aanhoudt. Ook kunnen ze inzicht geven over de mogelijke positieve effecten van deze crisis.

Lockdown remt vliegwiel af

Als er een grote tweede golf komt en overheden opnieuw **lockdowns** instellen, zullen consumenten en bedrijven bepaalde **uitgaven** wederom **niet kunnen** doen. Dit is het aanbodeffect van deze crisis.

"Neem een concert: ook al wil je daar geld aan besteden, het kan niet omdat concerten met veel publiek verboden zijn. Het gebruikelijke vliegwiel dat inkomsten van de één via zijn bestedingen weer tot inkomsten voor de ander leiden, wordt hierdoor afgeremd. Dit is het bijzondere van deze crisis."
- Prof. dr. Bas Jacobs

Angst en inkomensverlies remmen de vraag

Bovenop het negatieve aanbodeffect dat ontstaat omdat bepaalde producten en diensten niet of slechts beperkt verkocht *mogen* worden, is er het gebruikelijke negatieve effect van recessies op de vraag naar producten. Door **angst** voor een verslechtering van de eigen financiële toekomst **sparen** huishoudens uit voorzorg **meer** en **lopen hun uitgaven dus terug**. De bestedingen zakken vervolgens verder weg als de recessie daadwerkelijk tot **inkomensverliezen** leidt vanwege oplopende werkloosheid en een zwakkere loonontwikkeling. In deze crisis komt daar nog eens bij dat sommige consumenten **bestedingen uit- of afstellen uit angst** om op straat of in winkels **besmet te raken**. Door dezelfde angst en onzekerheid over hun

financiële toekomst geven ook bedrijven op dit moment minder uit dan normaal.

Crisis ongekend abrupt en duur sterk afhankelijk van virus en contactbeperkingen

Deze keer is het anders dan in veel voorgaande recessies, want de crisis is begonnen met **minder aanbod van goederen en vooral diensten**, niet met terugval van de vraag of met een olieprijs die door het dak ging. Een deel van de economie werd ditmaal immers **abrupt** tijdelijk gesloten. Daardoor is de **economie** nog **sneller weggezakt** dan bijvoorbeeld in 2008. Los van de na-ijlende gevolgen van de eerste klap zal de **duur** van deze **economische dip** vooral **afhangen van** de vraag hoe lang het **virus** rond blijft waren en wanneer er een effectief **vaccin** en/of **behandeling** is gevonden. Tot die tijd kunnen **contactbeperkingen** en **angst** de economie nog in de weg zitten.

Met vaccin grote veranderingen onwaarschijnlijk

Wanneer het **virus** snel **naar de achtergrond** verdwijnt, kunnen de meeste bedrijfstakken weer gebruik maken van hun oude business efficiënte model. Bedrijfstakken waarin structurele ontwikkelingen zijn versneld of die nieuwe productvraag hebben door gewinning bij afnemers tijdens de coronacrisis (zoals meer online productvraag van ouderen) zorgen voor verschuivingen, maar dit betekent **niet** dat de **economie na corona fundamenteel anders** zal zijn **dan vóór het coronavirus**.

1.2 Kans op blijvende schade groter als virus lang aanhoudt

Tijdelijke problemen kunnen groei langdurig beperken

Vergelijk deze recessie met een auto die meedoet aan een race. Opeens verliest de auto vaart en raakt achterop. Bij de enige pitstop blijkt dat de bougies vervuild zijn. Die worden vervangen, maar het is onzeker of het probleem daarmee verholpen is. Als het tegenzit dan heeft het lang doorrijden met vervuilde bougies permanente schade veroorzaakt, bijvoorbeeld aan een bobine. In dat geval zal de auto na de pitstop onder zijn oude kunnen presteren. Het blijft dan niet bij eenmalig tijdverlies. De achterstand loopt na de pitstop verder op.

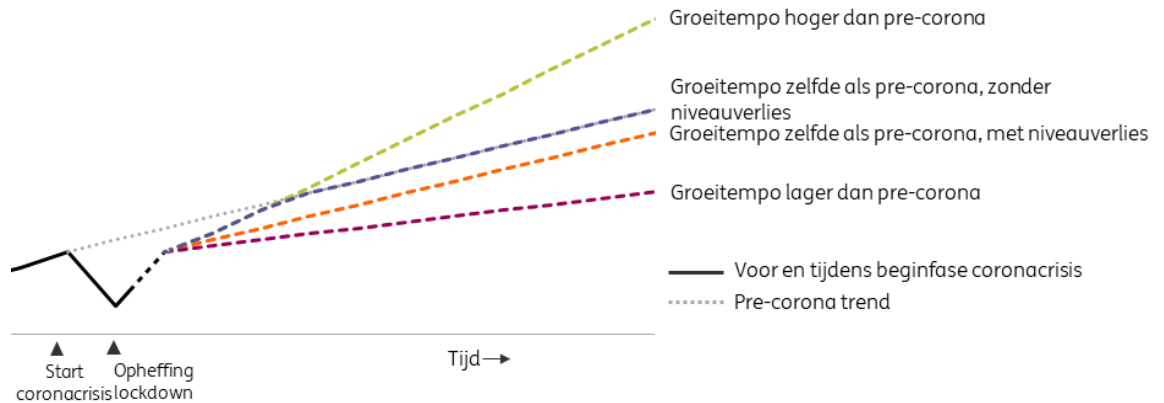
Lockdown is als een pitstop

Met de huidige recessie is het net zo. Lockdowns zijn als een pitstop waarin geprobeerd is het probleem (de snelle verspreiding van corona) te verhelpen. Als dat lukt kan de economie het oude groeitempo (de snelheid van de auto) structureel hervatten (zie **oranje** lijn in figuur). Het welvaartsverlies (tijdverlies) beperkt zich dan tot de misgelopen productie en inkomen van het begin van de corona-uitbraak (de aanvang van de motorproblemen) tot het einde van de lockdown (de pitstop). Het welvaartsverlies kan net als het tijdverlies in de autorace ingelopen worden als het groeitempo van de economie enige tijd boven de oude snelheid uitkomt (**blauwe** lijn).

Meerderheid verwacht dezelfde of lagere groei

De meeste gesproken **economen verwachten dat de oude groei weer bereikt kan worden**, maar het **inhalen van de opgelopen achterstand voorzien ze niet**. Een

Crisis kan langdurig effect hebben op omvang en groeitempo van de economie: meerdere paden mogelijk
Mogelijke niveaus van de (structurele) bruto binnenlands product (gestyleerde weergave)



ander deel van de economen **vrees** dat corona ook het **groeitempo** van de economie voor een langere periode **verlaagt** (**paarse** lijn).

“Mijn grootste vrees is dat tijdens de eerste fase van de crisis een deel van de productiecapaciteit wordt afgebroken, waardoor de potentiële groei van de economie schade oploopt.”
- Prof. dr. Bas Jacobs

Vanwege de grote onzekerheden houden enkele economen ook de optie open dat de economie sterker uit de crisis komt en door structurele veranderingen zelfs **harder gaat groeien** (**groene** lijn). Veel van de economen zien dit echter **niet als zeer waarschijnlijk**. Meer hierover op de volgende pagina.

Duur pandemie bepalend voor permanente schade

Hoe langer de pandemie en contactbeperkingen verhinderen dat de economie op haar oude groeitempo kan draaien, **hoe groter de kans dat de economie permanente schade oploopt**. Het lang aanhouden van corona kan bedrijven dwingen een deel van hun machinepark af te stoten. Als bedrijven ook failliet gaan, worden bovendien waardeketens verstoord. Overlevende bedrijven zullen opnieuw in relaties met nieuwe afnemers en leveranciers moeten investeren. Bovendien zullen bij een langere crisis meer werknemers moeten worden ontslagen. Hoe langer die buiten het arbeidsproces staan, hoe meer vaardigheden ze verliezen. Daardoor zijn ze minder goed inzetbaar als de economie weer aantrekt.

1.3 Ruime steun voor voorkomen langdurige schade

Protectionistische tendensen

Een ander mogelijk langetermijneffect is dat corona **globalisering onder druk** zet. Grensoverschrijdende productieprocessen zijn kwetsbaar voor problemen in het buitenland. De veel gehoorde suggestie om onderdelen voortaan dan maar uit Nederland te halen, is echter geen sluitende oplossing. Binnenlandse leveranciers kunnen immers net zo goed uitvallen. Bedrijven kunnen hun kwetsbaarheid wel verminderen door extra voorraden aan te leggen of door leveranciers in meerdere landen op te lijnen, om niet afhankelijk te zijn van een enkel land zoals China. Meerdere economen die wij spraken wijzen erop dat de **efficiëntie daarmee afneemt** en dat de welvaart (sgroei) verlaagt.

“Corona versterkt protectionistische tendensen en leidt tot de roep om afbouw van internationale productieketens. Dat leidt tot minder efficiëntie en dus een lagere groei. Diversificatie van productieketens – een evolutie van “just in time” naar “just in case” ketens – kan de groei evenwel stabiel maken.”
- Prof. dr. Willem Buiter

Kosten-batenafwegingen bij bedrijven bieden tegenwicht aan anti-globaliseringstendensen, maar het is niet uitgesloten dat de EU meegaat in deze tendens en bijvoorbeeld importtarieven gaat verhogen. Dat zou kostenplaatjes zo kunnen veranderen dat het voor bedrijven niet langer voordelig is om onderdelen in het goedkopere buitenland te laten maken.

Digitalisering geeft structurele groei zetje

Naast mogelijk neerwaartse effecten van corona op het potentiële groeitempo van de economie, zijn er ook

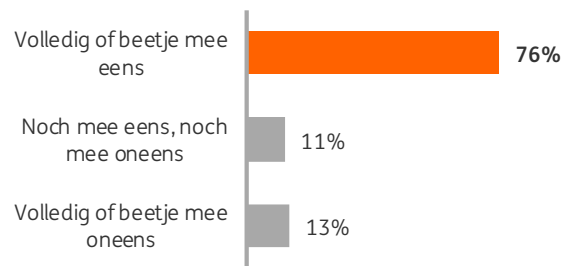
positieve effecten mogelijk. Economen noemen voornamelijk de impuls van de lockdown op **digitalisering.** De toename van digitaal werken geeft tijds- en dus productiviteitswinsten die veel bedrijven willen vasthouden. Weinig economen verwachten echter per saldo een hogere structurele groei.

Liever voorkomen dan genezen

Permanente schade voorkomen is volgens veel economen **cruciaal**, want heropbouwen van productiecapaciteit is kostbaarder dan het in stand houden. De economen die wij spraken zijn daarom **allen op hoofdlijnen positief over de eerste twee steunpakketten**, waarmee tientallen miljarden aan liquiditeits- en inkomenssteun is verschaft. Driekwart van de ondervraagden in ING's Vraag van Vandaag steunt het beleid van extra uitgaven voor baanbehoud.

Driekwart voor overheidssteun voor baanbehoud

Aandeel respondenten op de stelling "In de huidige coronacrisis moet de overheid met extra uitgaven voorkomen dat er banen verloren gaan ..."



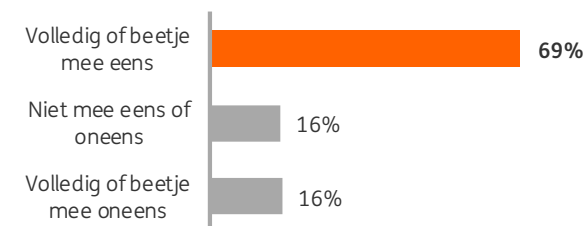
Bron: ING Vraag van Vandaag - woensdag 22 juli 2020 - 11.311 respondenten, gewogen naar leeftijd, regio en geslacht

Negatieve effecten mitigeren via om- en bijscholing

Daarnaast **kunnen** maatregelen als **om- en bijscholing en van werk-naar-werk-trajecten** de negatieve **productiviteitsgevolgen** ook **bepersen**. Ruim tweederde van de respondenten op ING's Vraag van Vandaag vindt dat de overheid de komende tijd extra moet investeren in om- en bijscholing.

Ruime meerderheid voor extra overheidssteun voor om- en bijscholing in coronacrisis

Aandeel respondenten op de stelling "In de huidige coronacrisis moet de overheid met extra uitgaven werkzoekenden helpen met om- en bijscholing..."



Bron: ING Vraag van Vandaag - donderdag 23 juli 2020 - 13.832 respondenten, gewogen naar leeftijd, regio en geslacht

Economen **verschillen van mening over de effectiviteit** van dit beleid. Een groep economen denkt dat overheidsinstanties en subsidies werkenden en werklozen uit zwakke bedrijfstakken kunnen helpen aan een baan in kansrijkere sectoren. Anderen zijn sceptischer, onder meer omdat de overheid lastig zou kunnen bepalen welke bedrijfstakken groeipotentieel hebben. Als de crisis kort duurt is er volgens hen ook minder noodzaak dat te doen.

1.4 Economen verdeeld over nu steun tegenover herallocatie

'Veroorzaker' betaalt

Niet eerder in de moderne geschiedenis kwam onze economie in een recessie terecht doordat de overheid, overigens met goede redenen, besloot een deel van de economie in het slot te gooien. Het ligt dan ook voor de hand dat diezelfde overheid bedrijven in de betreffende sectoren compenseert voor de schade die haar ingreep veroorzaakt. **Zonder overheidssteun zouden veel in de kern gezonde bedrijven failliet gaan door de lockdown.** De overheid is bedrijven, die door de lockdown veel van hun inkomsten zagen wegvallen, dan ook tegemoet gekomen, onder andere door de (loon)kosten voor haar rekening te nemen en uitstel te verlenen bij belastingbetalingen.

Bijzondere tijden vragen om een bijzondere aanpak

Inmiddels is een derde steunpakket aangekondigd. Ruim de helft (55%) van de respondenten van de ING Vraag van Vandaag wenst dat bij lange duur van de crisis de overheid uitgaven aan steunpakketten in meer of mindere mate verlengt.

Economen denken verschillend over langduriger steun

Economen verschillen van mening over hoe lang steun geven wenselijk is. Een minderheid twijfelt, nog los van de kosten, of het überhaupt goed is voor de economie om (lang) aan het overheidsinfnuus te liggen.

"Houd het maatschappelijk rendement van extra overheidsuitgaven goed in de gaten voordat de politiek mooie

sier gaat maken met uitgaven die economisch niet nodig zijn. De additionele opbrengsten van extra steun nemen vaak af."

- Prof. dr. Frank den Butter

Deze groep vreest ook dat **ongezonde bedrijven** met nieuwe pakketten **in stand gehouden** worden en dat de economie onvoldoende prikkels krijgt om zich aan te passen. Het is immers mogelijk dat in bepaalde bedrijfstakken, zoals de luchtvaart, de productie niet meer op het oude niveau terugkeert. Bijvoorbeeld doordat digitaal in plaats van fysiek contact met buitenlandse partners normaler wordt. Een ander voorbeeld is de fysieke detailhandel, die voor de coronacrisis al structureel terrein aan het verliezen was aan online winkels. Die ontwikkeling is nu versneld. Digitale dienstverlening zal daarentegen waarschijnlijk blijvend meer omzet draaien. Om deze verschuiving mogelijk te maken **is verhuizing nodig van kapitaal en arbeid** naar de groeisectoren.

"Zodra het virus onder controle is, moet je niet meer stimuleren. Je moet de markt dan ruimte geven om, waar nodig, te saneren en financiële middelen elders in te zetten."

- Prof. dr. Lex Hoogduin

Een andere deel van de economen voert aan dat de **exceptioneel grote onzekerheid** gedurende deze recessie aanleiding is om de **steun juist door te zetten**.

*"De pandemie en zijn gevolgen zijn nog lang niet voorbij en niemand weet wanneer wel. De bestedingen zullen lang zwak blijven uit angst voor nieuwe uitbraken. Daarom is in ieder geval in 2021 nog veel steun nodig. **Liever te veel dan te weinig.** Voorkom onnodige faillissementen en werkloosheid."*

- Prof. dr. Willem Buiter

Deze economen vrezen dat het over de kop gaan van gezonde bedrijven de productiecapaciteit van Nederland blijvend veel schade toebrengt.

Vooral overheidsuitgaven en –investeringen gesteund

Voorstanders **prefereren** bij het geven van steun vaak extra **overheidsuitgaven** boven lastenverlichting. Door angst voor het virus en onzekerheid sparen huishoudens meer en besteden ze minder. Dit maakt lastenverlichting minder effectief voor het stimuleren van de economie.

Populair onder economen **zijn overheidsinvesteringen**, ook vanwege het structureel lage niveau van private investeringen. Met name investeringen in onderwijs, duurzaamheid, fysieke infrastructuur en woningbouw worden door de economen genoemd. De sceptici wijzen erop dat overheidsinvesteringen vaak niet voldoen aan de voorwaarden van tijdigheid, trefzekerheid en tijdelijkheid. Dat kan deels ondervangen worden door in te zetten op het **naar voren halen van reeds geplande overheidsinvesteringen**.

Hoofdstuk 2



Coronavirus en de overheidsfinanciën

Ook bij extra steunpakket blijft schuld onder kritieke grens	10
Onnodig om staatsschuld (snel) terug te dringen	11
Behandel coronakosten als tijdelijk en richt je op houdbaarheid	12

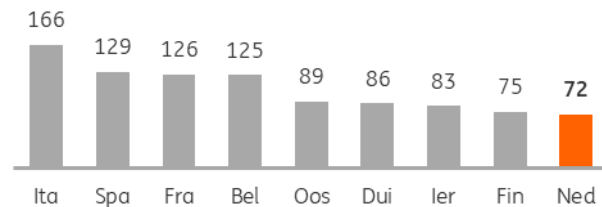
2.1 Ook bij extra steunpakket blijft schuld onder kritieke grens

Voorlopig baart stijging staatsschuld geen zorgen

De **overheidsschuld** moet mee kunnen **ademen met** economische **schokken** op korte termijn en **demografische ontwikkelingen** op langere termijn. Geen van de economen is ongerust over de forse stijging van het begrotingstekort en de staatsschuld door toedoen van de omvangrijke steunpakketten. Ze benadrukken dat Nederland **de crisis inging met een lage schuldquote** (schuld als % van het bbp), ook in vergelijking met andere hoogontwikkelde landen.

Ook bij extra golf en steun blijft overheidsschuld van Nederland relatief laag

Raming overheidsschuld als % bbp in Double Hit Scenario



Bron: OESO Economic Outlook, juni 2020

Staatsschuld kan te hoog worden als rente stijgt

Economen zijn het eens dat een **exact plafond niet bekend is**, maar dat er **wel een grens** is aan schuld.

“Uit de economische theorie is geen bovengrens voor de staatsschuld af te leiden, maar de schuld kan in de ogen van beleggers op een gegeven moment te hoog worden. Dan gaat de markt hogere rentes eisen vanwege de toename van het gepercipieerde risico. Dat wil je liever vermijden.”

- Prof. Sweder van Wijnbergen

Als de steunpakketten zijn beëindigd en het **primaire begrotingstekort** is verdwenen, geldt voor de schuld het volgende: zolang de rente lager is dan het (nominale) groeitempo van de economie, blijft de schuldquote door de groei vanzelf afnemen. Maar zodra de rente hoger wordt, lukt dit niet meer en zullen belastingen verhoogd of uitgaven verminderd moeten worden. Anders komt de schuld in een onhoudbare opwaartse spiraal. Een **deel** van de economen **vindt angst voor** dalend vertrouwen van de **markt** (en de bijbehorende stijging van de Nederlandse risico-opslag in de rente) **nu een non-issue**, omdat Nederland in hun ogen ver is verwijderd van de kritieke grens. Zij wijzen erop dat extra schulden de rentelasten momenteel juist verlagen omdat de rente negatief is. Desalniettemin vinden de **meeste economen** dat **enige voorzichtigheid gepast is**. Zij vinden het verstandig om de schuldquote daarom niet al te lang boven de 70% tot 90% te laten uitkomen.

“Het onderliggende (structurele) begrotingstekort moet op termijn omlaag gebracht worden. Dan hebben we ruimte om bij nieuwe recessies de economie opnieuw te steunen zonder dat de tolerantiegrens van beleggers overschreden wordt en de rente gaat stijgen.” - Prof. dr. Roel Beetsma

Deel vindt lage schuld minder strevenswaardig

Een ander **deel van de economen ziet meer ruimte**. Zo wijst De Grauwe op België, waar de schuldquote vaak hoger was dan 100% zonder dat de rente sterk steeg. Een enkeling stelt zelfs “...dat de EU zichzelf de vraag moet stellen waarom het met een veel lagere schuld

dan Japan zou kunnen functioneren, terwijl onze demografische structuur sterk vergelijkbaar is” of vindt dat “...in Nederland onterecht een schuldphobie heerst.”

Ondanks de verschillende inschattingen van de hoogte van de **kritieke schuldgrens**, **verwachten de economen niet dat Nederland daar overheen gaat**. Volgens het CPB blijft de schuldquote ook bij een tweede coronagolf met extra steunmaatregelen onder de 80% steken en blijft daarmee “op ruime afstand” van kritieke niveaus. De **kans op een problematische rentestijging** door verlies van vertrouwen bij beleggers in de capaciteit van Nederland om de schuldverplichtingen na te komen, wordt door de economen **klein geacht**.

Geen garantie op blijvend lage risicovrije rente

Het is niet alleen een eventueel hogere risicopremie specifiek voor Nederland die de rente kan doen stijgen. Ook de zogeheten risicovrij rentevoet kan Europabreed stijgen. **Deze bodemrente** is, mede door de ingrepen van de ECB, **nu negatief**. Maar een **garantie** dat dat zo blijft **is er niet**.

“Volgens de klassieke groeitheorie moet de reële rente net zo hoog zijn als de reële groei van de economie, zo’n 1,5% dus. Tel er een inflatie van zo’n 2% bij op, een risicopremie van hooguit 0,5%, als ook een termijnpremie, dan kom je op een nominale rente hoger dan 4% uit. De rente is dan hoger dan nu en hoger dan de nominale groeivoet. Als je verantwoord te werk gaat houd je rekening met een rente hoger dan de groeivoet van de economie en bekommer je je dus om de schuldhoudbaarheid.”

- Prof. Lex Hoogduin

2.2 Onnodig om staatsschuld (snel) terug te dringen

In hoofdstuk 1 bleek al dat eigenlijk alle economen vinden dat de **steunmaatregelen na verloop van tijd moeten verdwijnen**. Niet alleen vanwege de overheidsfinanciën, maar vooral ook omdat het voor de productiviteit van bedrijven in normale tijden niet goed is afhankelijk te zijn van overheidssteun.

Economen verdeeld over de vraag of staatsschuld actief teruggedrongen moet worden

De helft van de economen vindt het nu **niet nodig** om de opgelopen **schuldquote actief terug te dringen** door overschotten op de begroting te creëren. Zij benadrukken dat de schuldquote deels vanzelf daalt als de economische groei (de noemer van de schuldquote) terugkeert. Bovendien neemt het begrotingstekort na de crisis ook af doordat belastinginkomsten toenemen en uitkeringsuitgaven afnemen. Zodoende komt er minder of geen schuld (de teller) meer bij.

Dit deel van de economen ziet bij het huidige schuldniveau sowieso weinig reden voor schuldverlaging, bijvoorbeeld naar het niveau van voor de coronacrisis. Zij benadrukken dat de vergelijking van overheidsfinanciën met het huishoudboekje van gezinnen niet opgaat. Fysieke personen hebben niet het eeuwige leven en ook lang niet altijd erfgenamen die hun schuld kunnen overnemen. Daarom verlangen kredietverstrekkers dat schulden in principe bij leven worden afgelost. De **overheid heeft wel het eeuwige leven en kan haar schuld normaliter doorrollen**, zolang

ze maar aan de renteverplichtingen voldoet.

“De extra schuld hoeft niet afgelost te worden. De staat kan die doorrollen, want de private sector heeft een enorme behoefte aan risicovrije beleggingen. Pensioenfondsen hebben een vermogen van zo'n 2 maal het bbp, waarvan zij ongeveer de helft in staatsobligaties zouden willen beleggen, dat is dus 1 maal het bbp. Onze staatsschuld is slechts de helft daarvan.” - Prof. dr. Coen Teulings

Daar komt bij dat de **private sector** in Nederland een **groot spaaroverschot** heeft en die middelen moeten belegd worden. Dan komt het goed uit dat haar eigen, zeer kredietwaardige overheid geld wil lenen.

“Het zou slecht zijn voor de economische groei in Nederland als ook de overheid nog eens in de spaarstand zou gaan staan, door overschotten op de begroting na te streven om de staatsschuld deels af te betalen.” - Prof. dr. Paul de Grauwe

Een aantal van deze economen raadt de Nederlandse overheid dan ook aan om de particuliere consumptie structureel te stimuleren, of vraagt aandacht voor de zwakke ontwikkeling van de particuliere investeringen.

Buffer aanleggen voor de volgende recessie

De **andere helft** van de economen vindt dat de **schuld wel actief** moet worden **afgebouwd**, maar pas **zodra de economie weer volledig op eigen benen kan staan**. Ze pleiten voor een **buffer voor een volgende schok**, zodat de overheidsschuld dan niet in de gevarezone komt. Zij zijn dus behoedzamer bij de vraag hoeveel marge er moet worden ingebouwd ten opzichte van de

gepercipieerde bovengrens (van bijvoorbeeld 80% bbp).

Waak voor generatieconflicten en te hoge lasten

Onder economen die t.z.t. actief willen ombuigen bevinden zich ook diegenen die zich **zorgen** maken over de **verdeling van de lasten tussen generaties** en een **te hoge belastingdruk** die de **economie afknijpt**.

“Er zit een grens aan wat jongere generaties zullen pikken wat betreft de hoogte van de belastingdruk.”

- Prof. dr. Casper van Ewijk

Te weinig collectieve uitgaven brengt chaos, een te hoge lastenquote doodt het private initiatief.

- Prof. dr. Clemens Kool

Of er snel generatieconflicten zullen ontstaan hangt samen met de vraag hoe laag de staatsschuld 'moet' zijn. Als de schuld terug 'moet' naar het pre-corona niveau, dan zal de huidige generatie haar deel moeten nemen in de pijn die de afbouw van de schuld met zich meebrengt. Zes op de tien respondenten in de ING Vraag van Vandaag vindt dat dergelijke lasten voor het opvangen van de gevolgen van de coronacrisis verdeeld moeten worden over de huidige én toekomstige generaties.

Als besloten wordt dat de schuld op het niveau mag blijven dat na de crisis bereikt wordt, is er geen grote ombuigingsuitdaging en dus ook nauwelijks pijn te verdelen. **Alleen de eventuele extra rentelasten moeten dan verdeeld worden tussen generaties.**

2.3 Behandel coronakosten als tijdelijk en focus op houdbaarheid

Tijdelijk los laten EMU-normen nodig

Het coronavirus heeft het **Stabiliteits- en Groeipact buiten spel** gezet. Door de uitzonderingsclausule uit het pact in te roepen hoeven eurolanden hun begrotingstekort nu niet onder de 3% te houden. Alle gesproken economen vinden dit **verstandig**.

Corrigeer begroting voor corona-effecten

Veel economen vinden dat een **pandemie** dusdanig **uitzonderlijk** is dat **uitgaven** die gericht zijn op het opvangen van deze schok **buiten de normering** van het actuele begrotingssaldo en de staatsschuld gehouden moeten worden. Dit betekent voor een deel van hen echter niet dat er voor de gebruikelijke uitgaven geen regels hoeven te gelden.

"Als je alle uitgaven in verband met corona en investeringen die bijdragen aan de welvaart van toekomstige generaties erbuiten laat, moet de rest van de begroting gewoon voldoen aan EMU-criteria van 3% en 60%." - Prof. dr. Frank den Butter

Onenigheid over (terugkeer naar) EMU-normen

Het is afwachten of en zo ja, hoe snel de 3% weer in gebruik wordt genomen. **De economen verschillen sterk van mening over de wenselijkheid van een terugkeer naar de EMU-normen.** Een aantal hoogleraren wil dat de normen van Maastricht weer gaan gelden als de coronacrisis voorbij is.

"Ik ben groot voorstander van de Maastricht normen. Op zich zijn de bovengrenzen nogal willekeurig maar als je die om de zoveel tijd naar boven gaat bijstellen, is het hek van

de dam. Dan werken de grenzen niet disciplinerend meer."
- **Em. prof. dr. Harrie Verbon**

De overige economen hebben meer moeite met de huidige normen, maar **denken verschillend over alternatieven** voor de EMU-normen.

"Ze beperken de ruimte die nodig is om schokken te kunnen opvangen. Als je, bij gebrek aan instituties die opportunistisch begroten voorkomen, toch wilt sturen, neem dan liever het houdbaarheidssaldo als Europese norm."
- **Prof. dr. Casper van Ewijk**

De felste tegenstanders stellen niet alleen dat de huidige normen niet deugen; zij zijn soms überhaupt geen voorstanders van centraal opgelegde normen. Niet dat zij principiële tegenstanders zijn van disciplinerende regels, maar ze prefereren onder meer vanwege draagvlak regels op nationaal niveau.

Breed pleidooi voor meer Europese uitgaven

Toch vinden ze tegelijkertijd dat het begrotingsbeleid ook **een Europees element moet hebben**. Ze benadrukken dat een muntunie niet werkt zonder overdrachten tussen lidstaten.

"Het is als met een huwelijk. Als echtgenoten op voorhand stellen dat ze elkaar niet zullen helpen in slechte tijden, houdt dat huwelijk geen stand." - **Prof. Dr. Paul de Grauwe**

Veel economen bepleiten bovendien om gezamenlijk op Europees niveau schulden aan te gaan, zodat grote schokken efficiënt opgevangen kunnen worden.

Ondanks kritiek zijn houdbaarheidssommen hét anker

In 2017 stelde het ING Economisch Bureau het houdbaarheidssaldo voor als belangrijkste [begrotingskompas](#). Dit is, zoals het CPB dat berekent, ruwweg het lange termijn begrotingssaldo dat ontstaat als wordt aangenomen dat ook in de toekomst elke Nederlander vergelijkbare collectieve voorzieningen kan genieten als de huidige generatie, zonder dat de belastingdruk omhoog moet. De manier waarop het CPB de **houdbaarheidssommen** maakt **krijgt** echter de nodige **kritiek** van economen.

"Het CPB rekent met een discontovoet van 2,5%. Dat is veel te hoog gegeven dat lange termijn rentes momenteel veel lager zijn. Logisch dat het dan op een houdbaarheidstekort uitkomt"
- **Prof. dr. Bas Jacobs**

"Het saldo hangt mede af van gemaakte aannames die achteraf vaak niet blijken op te gaan, zoals bijvoorbeeld dat de AOW welvaartsvast is." - **Em. prof. Dr. Harrie Verbon**

Maar er is ook fundamentele kritiek op het concept van het houdbaarheidssaldo.

"Het idee dat de collectieve voorzieningen tussen 2040 en 2060, wanneer de vergrijzing piekt, precies hetzelfde zullen zijn is onrealistisch. Relatieve prijsveranderingen maken aanpassingen onvermijdelijk." - **Prof. dr. Coen Teulings**

Ondanks de ruime kritiek vindt de meerderheid van de economen de houdbaarheidsberekeningen van grote waarde en blijkt dit bij doorvragen vaak uiteindelijk **hét voorkeurskompas voor de overheidsfinanciën**.

Onze conclusie



Onze conclusie: eerst steunen, dan pas ombouwen

Het wege van risico's

14

Onze conclusie: eerst steunen, dan pas ombouwen

Verschillende scholen: onze afwegingen

De economen zijn het op een aantal terreinen eens, maar soms blijven ze verdeeld. Wij trekken, voor eigen rekening, onze conclusies. Daarbij gaat het uiteindelijk om een afweging van risico's, die we daarom zo expliciet mogelijk weergeven.

Staatsschuld als veilige spaarpot

Over schuld moet rente betaald worden en dat betaalt de belastingbetaler. Maar meer dan de helft van de overheidsschuld is in Nederlandse handen. Die rentebetalingen komen dus deels ten goede aan belastingbetalers, zoals via pensioenfondsen die overheidsschuld in handen hebben. Anders gezegd, de **staatsschuld voorziet in de behoefte van burgers en bedrijven om hun besparingen op veilige wijze te kunnen beleggen**. We volgen hier de consensus.

De buffer in de overheidsfinanciën is ruim

Op dit moment hoeft de overheid zelfs geen rente te betalen op extra schuld, zij krijgt zelfs geld toe. Maar de rente kan in de toekomst stijgen. Het aanhouden van een zekere bovengrens, die eerder rond de 80% of 90% van het bbp kan liggen, lijkt daarom verstandig. De verwachte schuldquote blijft daar, ook na de steunpakketten, ruim onder. Omdat de blijvende uitgaven ongeveer in evenwicht zijn, lijkt er **niet direct reden de toegenomen schuldquote snel af te bouwen, zelfs niet als het virus onder controle is**. De belangrijkste reden is dat we de kans op sterk oplopende rentekosten laag achten.

Nu eerst volop steun

De overheidsfinanciën bieden dus voldoende ruimte om de economie tijdelijk te ondersteunen. Maar rendeert die steun wel? Daarbij volgen we voor zeker nog een half jaar de school economen die de economie met ruime steun 'kunstmatig' in stand wil houden. Ze leggen de nadruk op het **voorkomen dat 'in de kern' gezonde bedrijven over de kop gaan**, waardoor de productiecapaciteit en de inzetbaarheid van werkenden blijvend schade zou oplopen. Ze wijzen dus vooral op de lange termijneffecten op de groei. Een hogere groei **verlaagt op termijn de schuldquote** is hun redenatie.

We voegen daarbij nog twee argumenten toe. Het aantal bedrijven dat tijdens een crisis substantieel investeert in mensen en middelen voor nieuwe business modellen zal beperkt zijn. De onzekerheid is nu gewoon te groot. Daarom leidt minder steun nu vooral tot meer werkloosheid. Dit werkt zelfversterkend, via lager vertrouwen en uitgaven van consumenten. In plaats van steun betaalt de overheid dan alsnog, maar dan aan WW-uitkeringen. Ruime steun is ook **op korte termijn minder duur dan het lijkt**. Ten tweede toont onderzoek aan dat juist werkloosheid het **welbevinden** sterk drukt. Bovenop de stress die corona met zich meebrengt wegen we dit effect op mensen zwaar mee.

Op termijn ruimte voor het ombouwen

Sommige activiteiten, zoals rond de luchtvaart en winkelstraat, worden blijvend onrendabel. Als deze mensen en middelen elders aan de slag gaan, zoals bij een webwinkel, kan de productiviteit stijgen.

Dit argument klopt, maar we denken dat het hierbij om **een volgende fase** kan gaan. Als het virus onder controle is en de economie is aangetrokken kan afbouw van steun voorkomen dat de overheid ongezonde bedrijven nog langer in leven houdt. Als dat een half jaar later gebeurt, is er alsnog sprake van productiviteitswinst, alleen iets later. Pas dan zal ook duidelijker zijn welke sectoren *blijvend* veranderen. Zolang er redelijke hoop is dat het virus binnen het komende half jaar onder controle is, lijkt het ons **voorbarig om een sector als de horeca voor te bereiden op een blijvende verandering**.

Van werk naar werk moet de overheid willen oplossen

Inzetbaarheid van werknemers is gezien de blijvende transitie **belangrijker dan ooit**. Zeker nu het bedrijfsleven in zwaar weer zit, is ook hier een rol weggelegd voor de overheid. Immers, de kwakkelende winkelier of luchtvaartcateraar is simpelweg niet in staat zijn personeel naar een volgende werkgever te helpen. Hiermee kan wel haast gemaakt worden. Met goede ondersteuning - kansen inschatten, onderwijs vinden en volgen, proefplaatsen - kan de overheid de werkenden vast op het goede pad zetten. Hoewel economen terecht wijzen op de beperkte effectiviteit in het verleden, is het ook hier te vroeg om de moed al op te geven. Ook vanwege de grote effecten op het welbevinden. Met experimenten en goede beleidsevaluaties moet het mogelijk zijn om hier echt een verschil te kunnen maken.

Bronnen

Verantwoording en dank

Het ING Economisch Bureau heeft van 24 juni tot en met 16 juli 2020 gesproken met een aantal gezaghebbende economen op het gebied van overheidsfinanciën en macro-economie. Twee van hen reageerden schriftelijk. Gesprekken zijn gevoerd aan de hand van een vooraf gedeelde vragenlijst, maar economen is de ruimte gegeven om voor hen belangrijke zijpaden te bewandelen. Wij zijn hen allen dankbaar voor hun inbreng, die de basis is voor de opvattingen, zowel consensus als onenigheid in het denken, zoals weergegeven in dit rapport. De eindconclusies in dit stuk zijn geheel voor rekening van de auteurs.

Naam	Werkzaam voor
Prof. dr. Roel Beetsma	Universiteit van Amsterdam
Prof. dr. Willem Buiters	Columbia University als gasthoogleraar
Prof. dr. Frank den Butter	Vrije Universiteit Amsterdam
Prof. dr. Casper van Ewijk	Universiteit van Amsterdam
Prof. dr. Paul de Grauwe	London School of Economics
Prof. dr. Lex Hoogduin	Rijksuniversiteit Groningen
Prof. dr. Bas Jacobs	Erasmus Universiteit Rotterdam
Prof. dr. Clemens Kool	Universiteit van Maastricht
Prof. dr. Coen Teulings	Universiteit van Utrecht
Em. prof. dr. Harrie Verbon	Universiteit van Tilburg
Prof. dr. Sweder van Wijnbergen	Universiteit van Amsterdam

Literatuur

- Baqaee & Farhi (2020): [Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the Covid-19 Crisis](#)
- Börsch-Supan, Ludwig & Winter (2001): [Aging and international capital flows](#)
- Buiters (2020): [Time for a Selective Debt Jubilee](#)
- CPB (2019): [Zorgen om morgen - CPB Vergrijzingsstudie](#)
- CPB (2020): [Juniraming 2020 - CPB Raming](#)
- CPB (2020): [Lessen voor de NOW - CPB coronapublicatie](#)
- De Neve, Ward, De Keulenaer, Van Landeghem, Kavetsos & Norton (2018): [The asymmetric experience of positive and negative economic growth: Global evidence using subjective well-being data](#)
- Di Tella, MacCulloch & Oswald: [Preferences over Inflation and Unemployment: Evidence from Surveys of Happiness](#)
- DNB (2020): [Houderschap staatspapier](#)
- European Fiscal Board (2020): [Assessment of the fiscal stance appropriate for the euro area in 2021](#)
- Fatás & Summers (2016): [Hysteresis and fiscal policy during the Global Crisis](#)
- Guerrieri, Lorenzoni, Straub & Werning (2020): [Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?](#)
- ING Economisch Bureau (2017): [Worstelen met de weelde](#)
- ING Economisch Bureau (2020): [Covid-19 calls for more resilient production chains, but that's easier said than done](#)
- ING Economisch Bureau (2020): [Vraag van Vandaag](#)
- Jacobs (2009): [Politieke Economie en Methodologie van Vergrijzingszomen](#)
- Jacobs (2020): [Beleidsfouten dreigen door verkeerde conclusies uit houdbaarheidssommen](#)
- OESO (2020): [Economic Outlook, June 2020](#)
- Teulings (2020): [De private sector verlangt een hogere staatschuld en dat levert ook nog wat op](#)

Dit kan u ook interesseren

Worstelen met de weelde?

Economen bieden kompas voor overheidsfinanciën in goede en slechte tijden



De groei die we willen

Nederland wil economische groei voor ons allemaal



Meer weten?

Auteurs

Marieke Blom

Hoofdeconoom ING Economisch Bureau
Marieke.blom@ING.com

Marcel Klok

Senior econoom ING Economisch Bureau
Marcel.Klok@ING.com
06 11 49 16 16

Raoul Leering

Senior econoom ING Economisch Bureau
Raoul.Leering@ING.com
06 13 30 39 44

Met dank aan

Lex Hoekstra
Marten van Garderen
Dimitry Fleming

ING Economisch Bureau
ING Economisch Bureau
ING Economisch Bureau

Kijk op ing.nl/kennis en volg ons op [Twitter](#)

Verantwoording en Disclaimer

Deze publicatie is opgesteld door de 'Economic and Financial Analysis Division' van ING Bank N.V. ("ING") en slechts bedoeld ter informatie van haar cliënten. Deze publicatie is geen beleggingsaanbeveling noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. Deze publicatie is louter informatief en mag niet worden beschouwd als advies in welke vorm dan ook. ING betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijke zorg betracht om er voor te zorgen dat ten tijde van de publicatie de informatie waarop zij haar visie in deze publicatie heeft gebaseerd niet onjuist of misleidend is. ING geeft geen garantie dat de door haar gebruikte informatie accuraat of compleet is. ING noch één of meer van haar directeuren of werknemers aanvaardt enige aansprakelijkheid voor enig direct of indirect verlies of schade voortkomend uit het gebruik van (de inhoud van) deze publicatie alsmede voor druk-en zetfouten in deze publicatie. De informatie in deze publicatie geeft de persoonlijke mening weer van de Analist(en) en geen enkel deel van de beloning van de Analist(en) was, is, of zal direct of indirect gerelateerd zijn aan het opnemen van specifieke aanbevelingen of meningen in dit rapport. De analisten die aan deze publicatie hebben

bijgedragen voldoen allen aan de vereisten zoals gesteld door hun nationale toezichhouders aan de uitoefening van hun vak. De informatie in deze publicatie kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging. ING noch één of meer van haar directeuren of werknemers aanvaardt enige aansprakelijkheid voor enig direct of indirect verlies of schade voortkomend uit het gebruik van (de inhoud van) deze publicatie alsmede voor druk-en zetfouten in deze publicatie. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Niets in deze publicatie mag worden gereproduceerd, verspreid of gepubliceerd door wie dan ook voor welke reden dan ook zonder de voorafgaande uitdrukkelijke toestemming van de ING. Alle rechten zijn voorbehouden. ING Bank N.V. is statutair gevestigd te Amsterdam, houdt kantoor aan Bijlmerplein 888, 1102 MG te Amsterdam, Nederland en is onder nummer 33031431 ingeschreven in het handelsregister van de kamer van koophandel. In Nederland is ING Bank N.V. geregistreerd bij en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten. Voor nadere informatie omtrent ING policy zie <https://research.ing.com/>. De tekst is afgesloten op 1 september 2020.