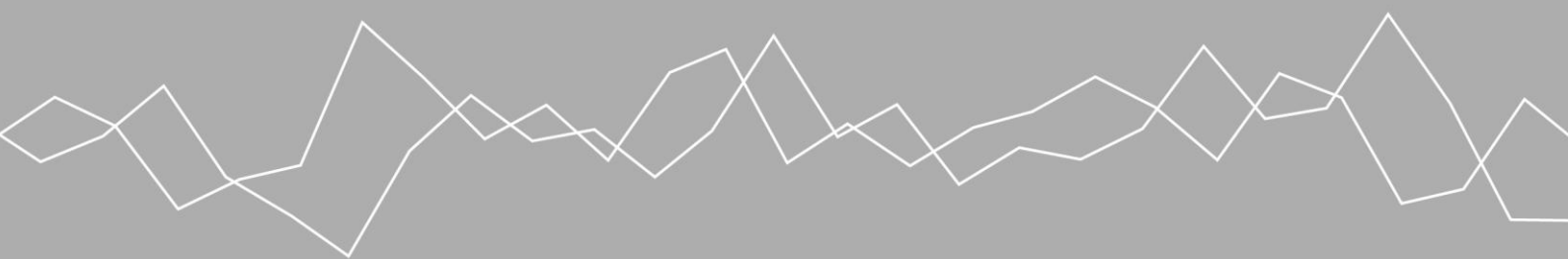


Economisch beleid na de noodmaatregelen



seo economisch onderzoek

Amsterdam, juni 2020
In opdracht van VNO-NCW en MKB Nederland

Economisch beleid na de noodmaatregelen

(Post)coronabeleid op korte, middellange en lange termijn

Bas ter Weel
Johannes Hers
Joost Witteman
Nils Verheuvcl



seo economisch onderzoek

“De wetenschap dat het goed is”

SEO Economisch Onderzoek doet onafhankelijk toegepast onderzoek in opdracht van overheid en bedrijfsleven. Ons onderzoek helpt onze opdrachtgevers bij het nemen van beslissingen. SEO Economisch Onderzoek is gelieerd aan de Universiteit van Amsterdam. Dat geeft ons zicht op de nieuwste wetenschappelijke methoden. We hebben geen winst-oogmerk en investeren continu in het intellectueel kapitaal van de medewerkers via promotietrajecten, het uitbrengen van wetenschappelijke publicaties, kennisnetwerken en congresbezoek.

SEO-rapport nr. 2020-47
ISBN 978-90-5220-079-8

Informatie & Disclaimer

SEO Economisch Onderzoek heeft op de verkregen informatie en data geen onderzoek uitgevoerd dat het karakter draagt van een accountantscontrole of due diligence. SEO is niet verantwoordelijk voor fouten of omissies in de verkregen informatie en data.

Copyright © 2020 SEO Amsterdam. Alle rechten voorbehouden. Het is geoorloofd gegevens uit dit rapport te gebruiken in artikelen, onderzoeken en collegesyllabi, mits daarbij de bron duidelijk en nauwkeurig wordt vermeld. Gegevens uit dit rapport mogen niet voor commerciële doeleinden gebruikt worden zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s). Toestemming kan worden verkregen via secretariaat@seo.nl.

Samenvatting

Er zijn noodmaatregelen getroffen om de economie te stutten. De vraag die nu aan de orde is, is welk beleid op korte, middellange en lange termijn effectief is. Op korte termijn gaat het vooral om het blijven stimuleren van consumptie en het bedrijfsleven voorzien van liquiditeit. Op middellange termijn gaat het om het voorkomen van hysteresis en het behoud van een gezonde financiële sector. Op lange termijn moet het beleid ter verbetering van de economische structuur worden voortgezet en moeten de overheidsfinanciën weer op orde worden gebracht.

De coronacrisis gaat leiden tot een diepe recessie. Na de eerste tranches van noodmaatregelen is het de vraag welke beleidsreactie effectief is om deze recessie tegemoet te treden. Voor de trefzekerheid van die respons helpt het als zij is onderbouwd met inzichten uit de economische wetenschap. Een effectieve respons hangt voor een deel af van hoe snel het coronavirus wordt bestreden. We gaan daarbij uit van twee scenario's: er is op korte termijn een vaccin beschikbaar waardoor de directe impact van het virus op de volksgezondheid verdwijnt en de economie snel herstelt of het virus blijft een rol spelen in de komende jaren en de economie herstelt slechts traag, waardoor niet alleen op korte maar ook op middellange termijn maatregelen nodig zijn. Het is op middellange termijn de vraag in hoeverre hysteresis optreedt, waardoor de crisis blijvend negatieve effecten heeft op de inzet van productiefactoren en daarmee de economische ontwikkeling. Hysteresis kan optreden bij de belangrijkste productiefactoren in een economie: menselijk en fysiek kapitaal. Bij menselijk kapitaal gaat het om het verouderen van kennis en vaardigheden en langdurige werkloosheid, bij fysiek kapitaal om onvoldoende vernieuwing van kapitaalgoederen waarmee wordt geproduceerd. Tevens wordt op middellange termijn mogelijk de financiële sector geraakt. Op lange termijn blijft het van belang om de economische structuur te verbeteren, de economie te verduurzamen en te digitaliseren en de overheidsfinanciën weer op orde te brengen.

We onderscheiden in de analyse noodmaatregelen en de korte, de middellange en de lange termijn. Indien een vaccin of behandeling snel beschikbaar is, is beleid op de middellange termijn minder urgent en 'springen' we sneller naar de lange termijn.

Noodmaatregelen en korte termijn

Het beleid op korte termijn is vooral gericht op de situatie waarin noodmaatregelen worden afgebouwd of waarin eventueel opvolgers voor de huidige noodmaatregelen worden ingevoerd. De relevante vragen zijn welk aanvullend beleid nodig is en onder welke voorwaarden het huidige beleid gestaakt kan worden. De grootste beleidsuitgaven zitten momenteel in de compensatie van loonkosten, een uitkering voor zelfstandigen, compensatie van vaste lasten van bedrijven en het uitstellen van het betalen van belastingen door bedrijven. De loonkostencompensatie en de uitkering voor zelfstandigen zijn vrij snel en breed uitgerold en relevant voor een grote groep huishoudens om niet in acute liquiditeitsproblemen terecht te komen. Deze compensatie moet niet te lang duren, want belemmert noodzakelijke aanpassingen op de arbeidsmarkt, remt de arbeidsmobiliteit en is zeer kostbaar als het gaat om de overheidsfinanciën. De compensatie van vaste lasten en de kosten van het niet kunnen inzetten van fysiek kapitaal aan de kant van bedrijven heeft langer op zich laten wachten, terwijl deze kosten een risico vormen voor de bedrijfscontinuïteit. Het uitstellen van belastingen biedt direct liquiditeit aan bedrijven, wat in de eerste crisisfase met acute en extreme vraaguitval door de lockdown gewenst is. Deze liquiditeit voor bedrijven moet worden afgewogen

tegen het risico dat belastingschulden bij bedrijven oplopen en op een later tijdstip alsnog voor liquiditeitsproblemen zorgen (en mogelijk tot faillissementen leiden) en tegen een geringe prikkel om het bedrijfsmodel aan te passen aan de nieuwe economische omstandigheden.

Naarmate het virus langer rondwaart en niet volledig onder controle is, is het van belang om de noodmaatregelen voor een deel te continueren. De lockdown wordt geleidelijk opgeheven waardoor bij afbouw van maatregelen de economische schade duidelijk wordt. Afbouw kan op een aantal manieren plaatsvinden. Ten eerste kan na afloop van het tweede noodpakket worden gestopt met de noodmaatregelen. Dat vraagt om vroege aankondiging, zodat huishoudens en bedrijven zich kunnen voorbereiden. Als er op het moment van aflopen geen ander generiek ondersteunend beleid in werking treedt zal dit door onmiddellijke vraaguitval en onzekerheid sterk negatieve gevolgen voor de economie hebben. Ten tweede kunnen de noodmaatregelen langzaam worden afgebouwd. Een afbouw van compensatie voor de kosten van menselijk en fysiek kapitaal noopt werkenden en bedrijven om zich aan te passen aan de nieuwe economische realiteit. Dat kan worden vormgegeven door de looncompensatie minder sterk te koppelen aan het behoud van werkgelegenheid of een vast bedrag uit te keren dat kan worden gebruikt voor compensatie van kosten voor zowel menselijk als fysiek kapitaal, door een verlaging van het compensatiepercentage of door een combinatie van deze maatregelen. Het voordeel van deze route is dat er tijd gewonnen wordt om alternatieve, generieke vormen van ondersteuning van de economie te organiseren. Het nadeel is dat te lang doorgaan met het noodpakket prikkels en mogelijkheden voor bedrijven om te beginnen met aanpassingen, die nodig zijn om te kunnen opereren in de post-coronawereld, beperkt en dat het voorkomt dat werkenden gaan bewegen richting banen en opdrachten die op langere termijn een hogere toegevoegde waarde hebben. Ook zorgt het ervoor dat werkenden en bedrijven die deze maatregelen eigenlijk niet nodig hebben er toch gebruik van gaan maken waardoor ‘deadweight’ ontstaat.

Het naar voren halen van reeds geplande overheidsinvesteringen kan ook vraaguitval dempen en de economische structuur versterken. Een aantal belemmeringen moet hierbij in samenhang worden overwonnen. De investeringen moeten op korte termijn te realiseren zijn, moeten tijdelijk van aard zijn om later een aantrekkende markt niet in de weg te zitten en effectief zijn. Dit vraagt om projecten waarvoor wet- en regelgeving geen belemmering zijn, die gericht zijn op daar waar vraaguitval plaatsvindt, die op tijd kunnen starten, die de vraaguitval tijdelijk compenseren en waarvoor een positieve (maatschappelijke) businesscase bestaat. Plannen die reeds door beleid zijn goedgekeurd, niet worden belemmerd door wet- en regelgeving en eenmalig van aard zijn, zoals het beter isoleren van woningen en kantoren, kunnen naar voren worden gehaald als op korte termijn de werkgelegenheid onder dit soort bedrijven sterk daalt.

Middellange termijn

De coronacrisis heeft geen onderliggende economische oorzaak. Dat betekent dat de effecten van beleid dat tijdens laag- en hoogconjunctuur is beoordeeld op effectiviteit en doelmatigheid nu niet altijd in dezelfde mate opgaan. Natuurlijk zijn er als gevolg van het rondwarende virus economische gevolgen, maar de acute lockdown van delen van de economie en samenleving in Nederland en in andere landen en de onzekerheid onder huishoudens en bedrijven over een oplossing voor het virus heeft de grootste impact op de arbeidsmarkt en vooral op de vraag naar arbeid.

Het gevaar van hysteresis op de arbeidsmarkt is dat het een zichzelf versterkend effect heeft. Als de werkloosheid snel oploopt kan dit leiden tot pessimisme en angst waardoor de economische ontwikkeling matig blijft (achterblijvende consumptie van huishoudens en weinig investeringen door bedrijven) en daardoor de werkloosheid hoog. Deze spiraal is te doorbreken door op micro-economisch niveau aan de aanbodkant het zoekgedrag te stimuleren en te verbeteren en aan de vraagkant werkgevers te belonen om mensen in een kwetsbare positie aan te nemen waardoor aanbod en vraag op de arbeidsmarkt op gang komen. Dit kan worden gerealiseerd met intensivering van de begeleiding van werklozen en een financiële aannameprikkel voor bedrijven. Bij forse vraaguitval kan tevens worden gekozen om de werkloosheidsduur te verlengen, waardoor er niet onnodig veel aanbod is bij een geringe vraag. Dit kan immers leiden tot frustratie onder werklozen waardoor ze zich mogelijk terugtrekken van de markt. Daarnaast kan worden ingezet op bijscholing van werklozen waardoor zij aantrekkelijker worden voor hun huidige werkgevers en op omscholing richting beroepen en sectoren waar de vraag structureel zal toenemen. Dat zou kunnen via een deeltijd-WW als het gaat om het scholen van werkenden die bij dezelfde bedrijven en/of in dezelfde sector werkzaam blijven. Deze maatregel lijkt effectief als het gaat om sectoren die in lockdown zijn en in de toekomst weer op het oude niveau kunnen presteren, maar vergt een scherp oog om de juiste bedrijven en werkenden voor scholing te selecteren. Omscholing richting meer kansrijke beroepen en sectoren is mogelijk door in sociale plannen en bij het toekennen van transitievergoedingen mensen te bewegen naar deze beroepen en sectoren. Dit laatste vergt een aanpassing van wet- en regeling.

Hysteresis kan ook optreden bij fysiek kapitaal, doordat er onvoldoende vernieuwing is van de kapitaalgoederen waarmee wordt geproduceerd. De belangrijkste mechanismen uit de economische literatuur die tot hysteresis bij fysiek kapitaal kunnen leiden zijn verminderde investeringen in kapitaalgoederen en lagere uitgaven aan R&D. Op middellange termijn kan intensivering via een aantal (fiscale) beleidsmaatregelen effectief zijn om de investeringsdip te beperken, zeker als deze specifiek gericht worden op bedrijven die beperkte toegang hebben tot de kapitaalmarkt (vooral het mkb). Het gaat dan om maatregelen zoals een (tijdelijke) verruiming van de willekeurige afschrijving en achterwaartse verliesverrekening en een (tijdelijke) verruiming van de effectief gebleken R&D-instrumenten, zoals de WBSO. Voor deze maatregelen geldt dat uit onderzoek blijkt dat deze een (beperkt) positief effect hebben op respectievelijk investeringen in bedrijfsmiddelen en R&D-inspanningen. Een kanttekening is dat het beschikbare onderzoek voor Nederland laat zien dat juist voor deze groep (mkb-)bedrijven geldt dat de effectiviteit waarschijnlijk kleiner is. Andere maatregelen zoals een investeringspremieregeling en generieke verlaging van de vennootschapsbelasting (Vpb) zijn naar verwachting minder effectief voor het dempen van de investeringsdip. Ook is twijfelachtig of deze maatregelen zodanig zijn vorm te geven dat het geloofwaardig is dat zij tijdelijk zijn.

De gevolgen voor de financiële sector hangen af van de gevolgen voor de reële economie en de diepte van de recessie. Effectief beleid om problemen bij bedrijven en huishoudens aan te pakken vermindert het risico op een financiële crisis. Beleid voor de financiële sector moet erop gericht zijn om de kredietverlening te ondersteunen. Daarnaast ligt momenteel een knelpunt bij operationele problemen van banken. Op de middellange termijn vormen slechte leningen (*non-performing loans*) een risico voor financiële stabiliteit. Prioriteit voor banken en beleidsmakers is om daarop voorbereid te zijn, zodat deze leningen snel en effectief aangepakt kunnen worden als dat nodig

mocht blijken. Dit voorkomt verdere verspreiding van risico's in de financiële sector en voorkomt dat problemen in de financiële sector de recessie verdiepen.

Lange termijn

Het argument *never waste a good crisis* is populair en geeft aan dat op langere termijn een crisis kan leiden tot herbezinning en vernieuwing die zonder crisis niet tot stand zou zijn gekomen. De geschiedenis wijst uit dat in een crisis soms structurele maatregelen worden genomen. Het idee is dat transities, zoals verduurzaming en digitalisering, sneller kunnen worden gerealiseerd door het belasten en ontlasten van productiefactoren. In de praktijk blijkt dit vaak onmogelijk vanwege de beperkte mogelijkheden om snel te kunnen handelen en ook theoretisch gezien bestaan er forse bezwaren tegen het inzetten van één instrument om twee doelen te bereiken. Het is van belang om in de crisis bestaand beleid gericht op transities door te zetten en verder te werken aan de structuur van de economie op lange termijn. Versneld inzetten op deze structuur leidt echter op korte termijn tot een forsere belasting van toch al zwaar getroffen bedrijven en onzekere huishoudens waardoor de recessie dieper wordt. Daarnaast zijn investeringen in een duurzame economie niet productiever dan in de huidige structuur, waardoor werkgelegenheid en inkomen niet stijgen (ook niet op lange termijn). Er is soms wel de mogelijkheid om geplande (duurzame) investeringen naar voren te halen. Voor het succes van dit beleid is het van belang om dat snel te kunnen realiseren, gericht in te zetten waar de vraaguitval het grootst is en geen marktvaag in de weg te lopen.

Op de langere termijn kan beleid gericht worden op ondersteuning van de productiviteitsgroei. Deze groei is al jaren matig en lijkt te worden veroorzaakt door een moeizame ontwikkeling van nieuwe ideeën en knelpunten waar het gaat om arbeidsaanbod. Op Europees niveau samenwerken aan fundamenteel onderzoek lijkt kansrijk bij het vinden van nieuwe doorbraaktechnologieën die veel (en meer dan voorheen) inspanningen vergen. Daarnaast zijn hervormingen in het onderwijs gericht op de kwaliteit van docenten en een betere aansluiting tussen onderwijs en arbeidsmarkt effectief om het arbeidsaanbod te stimuleren zowel in aantallen als in kwaliteit. Tevens zullen het rendement, de additionaliteit en de deelname aan permanente scholing sterk moeten toenemen om de kwaliteit van het arbeidsaanbod op peil te houden. Op de arbeidsmarkt moet werk worden gemaakt van het verhogen van de mobiliteit en het oplossen van onevenwichtigheden die leiden tot grote fluctuaties in inkomen. Dat vraagt om heldere afbakening van de voorwaarden waaronder werk wordt verricht, herziening van de fiscale prikkels en adequate verzekeringen voor risico's die individueel niet te dragen zijn. Het vraagt daarnaast om een meer evenwichtige balans van werk en inkomen tussen verschillende contractvormen. De kosten van werkloosheid komen nu voor een groot deel terecht bij groepen met flexibele contracten, terwijl lonen zich tijdens crises nauwelijks aanpassen. Ten slotte zou ten aanzien van de financiële sector doorgepakt moeten worden met vervolmaking van de bankenunie, inclusief het beëindigen van de preferente behandeling van staatsobligaties voor banken, de introductie van een Europees depositogarantiestelsel en een Europees resolutiefonds om faillissementen van banken ordelijk af te handelen.

Herstel van de overheidsfinanciën vindt idealiter plaats door hervormingen van het belastingstelsel, de arbeidsmarkt en de woningmarkt die naast welvaartsverbeteringen ook geld voor de overheid opleveren. Daarbij kunnen maatregelen die direct geld opleveren gecombineerd worden met maatregelen die langzaam ingroeien, om de economie en het economisch herstel niet te veel te belasten.

Beleidsreacties op de coronacrisis

Korte termijn

Werkloosheid voorkomen

Faillissementen voorkomen

zonder noodzakelijke aanpassingen uit te stellen

Tijdelijk, tijdig en gericht ingrijpen:

Stopzetten noodmaatregelen

- Alternatief beleid nodig: verlagen of uitstel belasting voor huishoudens en bedrijven (maar: beperkt effectief door spaar- en buitenlandlek).

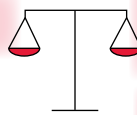
Langzaam afbouwen noodmaatregelen

- Voortbouwen op huidige noodmaatregelen en meer prikkels inbouwen tot aanpassing.

Naar voren halen overheidsinvesteringen

- Investering moet *tijdelijk* vraagtuitval verzachten.
- Investering moet *tijdig* kunnen worden gedaan.
- Investering moet *gericht* zijn op specifiek probleem en geen marktinitiatieven voor de voeten lopen.

Negatieve economische gevolgen door onmiddellijke vraagtuitval.



Te weinig prikkels voor bedrijven en ondernemers om zich aan te passen aan de post-corona situatie.

Niet alle maatregelen zijn even effectief.

Lange termijn

Economische structuur verbeteren

Overheidsfinanciën op orde

Ondersteunen productiviteitsgroei

- Stimuleren productiviteitsgroei door Europese samenwerking op innovatie.
- Verbeteren arbeidsaanbod door scholing op alle niveaus te intensiveren.
- Transitie realiseren door beleid te continueren.
- Wapenen tegen pandemieën door na te denken over voorraadvorming en re-sourcing van productiecapaciteit.

Doorgaan met maatregelen die al zijn ingezet

- Hervormen woningmarkt.
- Hervormen arbeidsmarkt.
- Hervormen belastingstelsel.

Intensivering van hervormen en het verbeteren van de economische structuur heeft baten op lange termijn.



Op korte termijn leidt intensivering tot diepere crisis.

Indien een vaccin of behandeling snel beschikbaar is, is beleid op de middellange termijn minder urgent en 'springen' we sneller naar de lange termijn.



Middellange termijn

Hysteresis voorkomen

Financiële crisis voorkomen

Investeren in menselijk kapitaal

- Aannamesubsidies onderkant arbeidsmarkt.
- Scholing i.c.m. deeltijd-WW.
- Anti-cyclische werkloosheids-uitkering om terugtrekken van markt te voorkomen.

Investeren in fysiek kapitaal

- Tijdelijk versnelde afschrijving op investeringen.
- Tijdelijk uitbreiden achterwaartse verliesrekening winstbelasting.
- Tijdelijke verruimen wbo voor mkb.

Overeind houden financiële sector

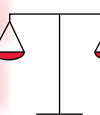
Overeind houden woningmarkt

Herkapitalisatie bedrijven

Dit is nu niet aan de orde. Beleidsreactie moet direct mogelijk zijn indien nodig.

Hysteresis voorkomen

Financiële crisis voorkomen



Potentieel hoge kosten voor overheid en onzekerheid over resultaat.

Groefonds

Investeren in productiviteitsverhoging

- Transitie richting duurzame economie en digitalisering om tijdelijk innovaties te stimuleren en zo marktomvang te creëren.

In een crisis drukken de kosten van een transitie zwaar op bedrijven en werkgelegenheid.



Er zijn projecten met een positieve mkb die nu kunnen worden opgepakt.



Beleidsdoel



Concrete beleidsopties



Afwegingskader risico's

De coronacrisis gaat leiden tot een diepe recessie. Er zijn noodmaatregelen getroffen om de economie te stutten. De vraag is welk beleid effectief is. Dit overzicht geeft beleidsdoelen, beleidsopties en afwegingen op de korte, middellange en lange termijn weer.

Inhoud

Samenvatting	i
1 Inleiding	1
2 Kader	3
2.1 Fases van de pandemie en beleidsrespons	3
2.2 Termijnen en scenario's	4
2.3 Beleidshandvatten.....	6
3 Korte termijn	7
3.1 Dempen van vraaguitval	7
3.2 Liquiditeitssteun bedrijven.....	15
3.3 Overall beeld van de korte termijn	20
4 Middellange termijn	23
4.1 Menselijk kapitaal	23
4.2 Fysiek kapitaal.....	27
4.3 Risico's voor de financiële sector	34
4.4 Herkapitalisatie van bedrijven	42
4.5 Overall beeld van de middellange termijn.....	46
5 Lange termijn	47
5.1 Productiviteitsgroei	47
5.2 Arbeidsaanbod.....	49
5.3 Transitie	52
5.4 Overheidsfinanciën	54
5.5 Financiële sector	55
6 Conclusies	59
Literatuur	61
Bijlage A Structurele problemen financiële sector	67

1 Inleiding

Dit onderzoek belicht de gevolgen van de coronacrisis voor economisch beleid op de korte, middellange en lange termijn. Het biedt beleidsopties en analyseert de effecten van mogelijke maatregelen.

De coronacrisis gaat leiden tot een diepe wereldwijde recessie waar Nederland als kleine open economie flink last van gaat krijgen (CPB, 2020e). De urgentie om met een effectieve beleidsreactie te komen – na de eerste pakketten met noodmaatregelen van de afgelopen tijd – om deze recessie tegemoet te treden is groot en neemt toe. Voor de trefzekerheid van die respons helpt het als zij is onderbouwd met inzichten uit de economische wetenschap en eerdere ervaringen uit de Grote Recessie en de Eurocrisis. Het is daarbij van belang om in ogenschouw te nemen dat de huidige crisis niet is begonnen als een economische crisis maar als een gezondheidsprobleem dat heeft geleid tot een gezondheidscrisis. De lockdown van een deel van de economie en de samenleving die volgde op de verspreiding van het coronavirus heeft niettemin grote gevolgen voor de stand en de gezondheid van de economie.

Een effectieve respons hangt daarom voor een groot deel af van hoe snel het coronavirus wordt bestreden. Er zijn twee mogelijkheden: er is op korte termijn een vaccin beschikbaar waardoor de directe impact van het virus op de volksgezondheid verdwijnt of het virus blijft een rol spelen in de komende twee tot drie jaren waardoor op middellange termijn meer maatregelen nodig zijn. Het is op middellange termijn de vraag in hoeverre hysteresis optreedt, waardoor de crisis blijvend negatieve effecten heeft op de financiën van huishoudens, de positie van bedrijven, het financiële stelsel en de economische groei. Hysteresis kan optreden bij de belangrijkste productiefactoren in een economie: menselijk en fysiek kapitaal. Bij menselijk kapitaal gaat het om het verouderen van kennis en vaardigheden en langdurige werkloosheid, bij fysiek kapitaal om onvoldoende vernieuwing van de kapitaalgoederen waarmee wordt geproduceerd. Tevens wordt op middellange termijn de financiële sector geraakt, wat de omloop van liquiditeit kan verminderen of vertragen en waardoor het herstel langer duurt. Op lange termijn is het van belang om de economische structuur te blijven verbeteren, de economie te verduurzamen en te digitaliseren en de overheidsfinanciën van deze klap te laten herstellen.

We onderscheiden in de analyse noodmaatregelen, de korte (hoofdstuk 3), de middellange (hoofdstuk 4) en de lange termijn (hoofdstuk 5). We beginnen in hoofdstuk 2 met een kort kader waarin we de verschillende fases van de economische crisis uiteenzetten. Hoofdstuk 6 concludeert.

2 Kader

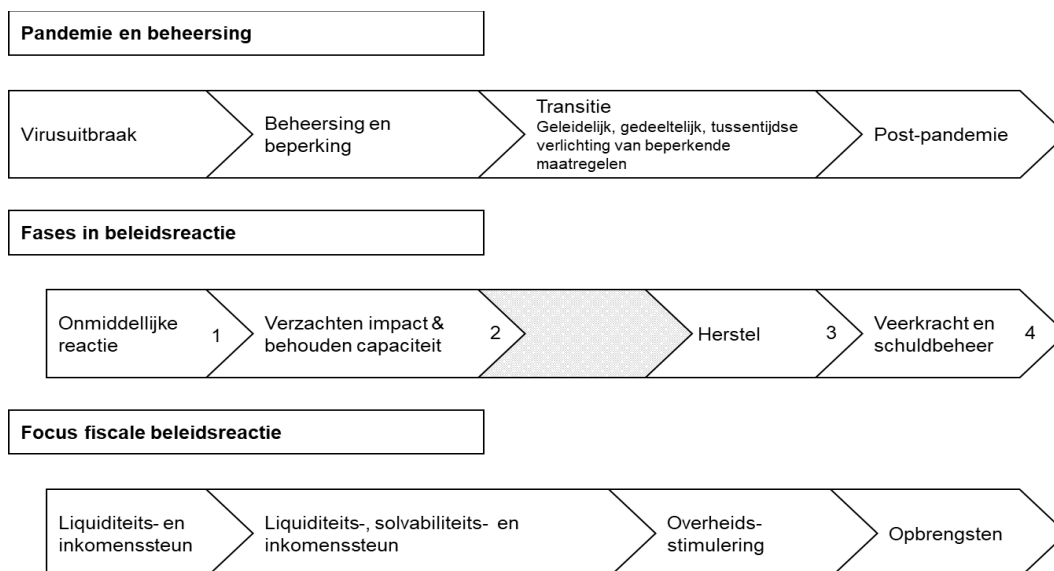
Een pandemie bestaat in termen van een economische beleidsrespons uit een aantal fases die ieder vragen om ander beleid. Daarnaast hangt een effectieve economische beleidsrespons af van de duur en diepte van de crisis.

Voor het eerst in een eeuw worden we in Nederland geconfronteerd met een pandemie. Dat vraagt om een overheidsreactie om een gezondheids crisis te voorkomen en de gevolgen van een recessie zoveel mogelijk te dempen. Voor een effectieve beleidsrespons is het van belang om een aantal fases te onderscheiden en te denken in een aantal scenario's over de duur en intensiteit van de recessie.

2.1 Fases van de pandemie en beleidsrespons

De OESO (2020) definieert vier fases in de (fiscale) beleidsrespons op de coronacrisis (Figuur 2.1).¹ De eerste fase bestaat uit de directe reactie op de uitbraak van het virus en heeft vooral tot doel liquiditeit bij bedrijven en het inkomen van huishoudens te ondersteunen. De tweede fase bestaat uit beheersing van het virus en het indammen van de gevolgen. Beleidsmatig is deze fase vooral gericht op het zorgen voor een zo zacht mogelijke landing van de economie en het behouden van productieve capaciteit voor de toekomst (of het zo min mogelijk schade toebrengen aan productiefactoren tijdens een lockdown). Deze fase bestaat bijvoorbeeld uit het langzaam afbouwen van noodmaatregelen als de lockdown geleidelijk aan verdwijnt.

Figuur 2.1 Beleid in reactie op een pandemie is afhankelijk van de fase waarin we ons bevinden



Bron: OESO (2020), bewerking SEO Economisch Onderzoek (2020)

¹ Bruegel heeft het over drie fases die goeddeels op hetzelfde neerkomen: <https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2020/05/PB-2020-01.pdf>

De derde fase is de transitiefase waarin beheersmaatregelen geleidelijk losgelaten worden en de economie weer op gang komt. Beleidsmatig hangt deze fase nauw samen met de tweede fase. In beide fases ligt de nadruk op het stutten van zowel liquiditeit als solvabiliteit, zowel bij bedrijven als huishoudens. In de derde fase kunnen daar echter groei-ondersteunende maatregelen bijkomen, zoals het intensiveren van bestaande instrumenten om investeringen aan te wakkeren als huishoudens en bedrijven nog onzeker zijn over de toekomst en meer generiek beleid in plaats van noodmaatregelen. De vierde fase is de post-pandemische fase. Hierin moeten de overheidsfinanciën weer op orde gebracht worden om de economie weerbaar te maken voor toekomstige schokken. Wat daar nog bijkomt zijn maatregelen die de economische structuur op lange termijn versterken, zoals beleid dat de productiviteitsgroei stimuleert.

2.2 Termijnen en scenario's

Een sleutelvraag in de vormgeving van beleid is de vraag hoe lang en hoe diep de crisis zal zijn in afwezigheid van beleid. Nederland zit momenteel in de tweede fase en mogelijk richting het einde ervan. De eerste uitbraak van het virus is de kop ingedrukt, er zijn nood-/beheersmaatregelen genomen, en een aantal daarvan wordt inmiddels weer geleidelijk losgelaten. Langzaamaan beweegt de economie naar de derde fase. De duur van deze derde fase is afhankelijk van hoe spoedig een vaccin of behandeling voorhanden is. Hoe dan ook is er ruimte of zelfs noodzaak voor beleid op korte en middellange termijn om de periode tot de transitiefase werkelijk ingaat te overbruggen, maar ook om ervoor te zorgen dat de economie deze transitiefase zo goed mogelijk doorstaat. Beleid kan ook bijdragen aan betere uitkomsten op de langere termijn. Dit beleid wint aan belang indien een behandeling of vaccin langer op zich laat wachten en/of de economie in een diepe recessie belandt. Ten slotte is het van belang om beleid dat zich richt op het verbeteren van de economische structuur te behouden, wat ook geldt voor beleid gericht op transities zoals verduurzaming en digitalisering.

We volgen in de analyse het schema van de OESO en onderscheiden een aantal termijnen. De korte termijn, omdat noodmaatregelen na de zomer waarschijnlijk verder worden afgebouwd en nieuwe maatregelen daarvoor in de plaats komen. We gaan uit van een overgang naar een fase met een ander type kortetermijnbeleid in het najaar. Scenario's met betrekking tot de snelheid van ontwikkeling van een vaccin in relatie tot de diepte en duur van de recessie die volgt, worden relevant op de middellange en lange termijn. Indien het lang duurt voordat een vaccin beschikbaar is, gaat sprake zijn van een langere transitieperiode naar een nieuw evenwicht. Op de middellange termijn is dan (meer en langer) ondersteunend beleid nodig om economische capaciteit te behouden en waar mogelijk het herstel te bespoedigen. Indien een vaccin of behandeling snel beschikbaar komt is deze fase korter. We springen dan sneller naar beleid dat gericht is op de lange termijn. De overgangsfase is immers korter, maar beleid dat gericht is op de structuur van de economie blijft relevant. Beleid op lange termijn richt zich op het doorzetten van ingezet beleid om transities (zoals energie, klimaat en digitalisering) mogelijk te maken en het versterken van de economische structuur van de economie.

Concreet gaan we uit van twee mogelijke scenario's. In het eerste, gunstige, scenario blijft de pandemie onder controle en heeft de economie relatief weinig last van de opgelegde beperkingen (zoals de anderhalve-meterregels en een verbod op bepaalde economische activiteiten), en is dit ook in

het buitenland het geval – dit kan samenvallen of veroorzaakt worden doordat er relatief snel een vaccin beschikbaar komt. In dit scenario treedt vanaf het derde kwartaal van 2020 relatief krachtig herstel op en bereikt de economie eind 2021 weer het niveau van voor januari 2020.² Per saldo krimpt de economie met zo'n 3 procent in 2020 en wordt een groei van 5 à 6 procent gerealiseerd in 2021. De werkloosheid loopt aanvankelijk flink op, maar begint in de loop van 2021 weer te dalen door de groei van de productie en werkgelegenheid, richting de niveaus van begin 2020. In dit gunstige scenario is de economische situatie eind 2021 min of meer genormaliseerd. In termen van de OESO-indeling begint het eind van de transitiefase dan in zicht te komen en kan in de eerste helft van 2022 worden overgeschakeld naar de laatste fase. De middellange termijn duurt in dit gunstige geval dus maximaal anderhalf jaar.

In het tweede scenario gaan we ervan uit dat er evenmin een hernieuwde uitbraak van de pandemie optreedt, maar dat het economische herstel vanaf het derde kwartaal van dit jaar veel trager verloopt (een vaccin is er voorlopig niet en het testen en isoleren van besmette mensen blijft het beste alternatief) en dienstensectoren zoals horeca, evenementen, cultuur en vervoer veel hinder ondervinden van de opgelegde restricties. Ook de Europese en wereldeconomie herstellen traag, zodat de groei van de Nederlandse economie ook niet gedreven wordt door herstel en expansie van de uitvoer. Door het trage herstel bevindt de Nederlandse economie zich eind 2021 nog bijna 3 procent onder het niveau van begin 2020.³ Op jaarbasis komt de groei in 2020 uit rond de –6 procent en in 2021 op ca. 3 procent. De werkloosheid loopt flink op, tot ruim 7 procent in 2021. Door het trage tempo van herstel, duurt het aanzienlijk langer tot de economie weer de omvang van begin 2020 bereikt, pas ergens in de eerste helft van 2023. De transitiefase duurt in dit scenario dus aanzienlijk langer, ongeveer twee à tweeëneenhalf jaar. In deze fase zal de overheid expansief beleid moeten blijven voeren om het herstel te bevorderen en voor sommige sectoren een transitie naar andere bedrijfsmodellen te faciliteren. Vooral in dit scenario is het dus van belang het beleid op middellange termijn zodanig vorm te geven dat de vraaguitval beperkt en tegelijk hysteresis van productiefactoren zoveel mogelijk voorkomt. In dit scenario hebben financiële instellingen en een aantal andere Europese landen het zwaar in 2021 en 2022, maar volgt er uiteindelijk geen reprise van de financiële en Eurocrisis.⁴

De overheidsfinanciën slaan behoorlijk uit het lood. Het EMU-saldo komt afhankelijk van het scenario in 2021 tussen de –7 en –8 procent van het bbp uit en de schuld rond de 60 procent van het bbp. Het goede nieuws is dat er dus ook in het tweede scenario nog wel ruimte is voor expansief beleid in 2022 en 2023 ter ondersteuning van de economie en herstructurering van zwaar geraakte sectoren, zonder dat het schuldniveau in de gevarenzone komt. Het betekent wel dat er in de post-pandemiefase de nodige reparatiewerkzaamheden aan de overheidsfinanciën nodig zijn, ervan uitgaande dat de Europese begrotingsregels op zeker moment weer in werking treden en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn een Nederlandse en Europese doelstelling blijft. De belangrijkste vraag hierbij is wat een verstandig tempo is om de overheidsfinanciën te herstellen.

² Dit scenario lijkt op volledig herstel scenario van het CPB (2020b).

³ Dit scenario lijkt op het matig herstel scenario van het CPB (2020b).

⁴ Er zijn nog somberder scenario's denkbaar dan de twee hier geschetst, namelijk scenario's met een tweede golf van de pandemie in het najaar van 2020, nog trager herstel daarna in combinatie met een crisis op de huizenmarkt, problemen in de financiële sector en met staatsschuldcrises in de Eurozone (zie bijvoorbeeld het vierde scenario van het CPB (2020e)).

2.3 Beleidshandvatten

In termen van beleid kijken we naar de binnenlandse termen van de bbp-opbouw: consumptie (C), investeringen (I) en overheidsuitgaven (G). Het voorkomen van vraaguitval en/of het aanjagen van de vraag ziet vooral op C en G. Investerings (zowel publiek als privaat) kunnen weliswaar vraag-ondersteunend zijn, maar spelen vooral een rol in het veiligstellen van toekomstige verdien capaciteit. Op korte termijn zijn investeringen natuurlijk ook een impuls om de productie op gang te houden.

Daarnaast analyseren we de kwaliteit van de productiefactoren: fysiek en menselijk kapitaal. Deze zijn door de aanbodschok en lockdown voor een deel buiten werking gezet of op een andere manier aangewend. Op langere termijn moet hysteresis voorkomen worden en is het mogelijk om de structuur van de economie te versterken door de kwaliteit en productiviteit van arbeid en kapitaal te verhogen. Dit kan via verschillende fiscale prikkels, maar ook direct door de overheid worden gestimuleerd.

Het effect op de financiële sector hangt af van drie factoren (Beck, 2020a). Ten eerste hangt veel af van de snelheid waarmee een vaccin beschikbaar komt. Indien er relatief snel een vaccin beschikbaar komt, kan het lockdownbeleid sneller worden versoepeld en kan de economie weer snel als vanouds functioneren. Indien het langer duurt voordat een vaccin beschikbaar is, moet de economie zich structureel aanpassen, wat grotere economische kosten heeft. Dat houdt ook in dat de recessie waarschijnlijk langer zal aanhouden. Ten tweede kunnen overheidsbeleid en monetair beleid bijdragen aan de bestrijding van de recessie en het voorkomen van paniek op de financiële markten. Ten derde kunnen toezichthouders ook bepalend zijn, door bepaalde regels strenger te handhaven of juist meer flexibiliteit te bieden indien nodig.

3 Korte termijn

Liquiditeitssteun voor huishoudens en bedrijven is belangrijk om de vraaguitval te dempen. Naast noodmaatregelen zijn er diverse fiscale instrumenten om in de periode na de lockdown huishoudens en bedrijven te ondersteunen. Het naar voren halen van overheidsbestedingen en -investeringen blijkt in de praktijk niet eenvoudig te zijn.

De overheid heeft aan de acute last van de crisis invulling gegeven met een pakket noodmaatregelen gericht op liquiditeit bij bedrijven en inkomens voor huishoudens. Dit pakket is een gegeven en de vraag voor de korte termijn is hoe de uitfasering van de noodmaatregelen eruit moet zien en welk beleid daarbij past.

Op korte termijn is het van belang om de economie overeind te houden door de vraaguitval te dempen en bedrijven te ondersteunen. Het gaat vooral om directe impulsen aan de vraagkant van de economie. Om deze maatregelen zo effectief en efficiënt mogelijk in te zetten moeten deze impulsen *tijdig* worden ingezet om erger te voorkomen en niet pas als de economie in een recessie is beland, *gericht* worden ingezet op plekken waar de vraaguitval plaatsvindt en *tijdelijk* van aard zijn met een duidelijke termijn en afbouw om misbruik te voorkomen en banen en bedrijven zonder toekomstperspectief niet kunstmatig te laten voortbestaan.

In termen van vormgeving is er een aantal kanalen waarlangs de overheid beleid kan vormgeven. Vraaguitval kan voorkomen worden door beleidsinzet gericht op de consumptie van huishoudens, maar ook door de overheidsconsumptie te laten toenemen. Deze overheidsconsumptie kan bestaan uit het overnemen van productieverliezen en het naar voren halen van reeds geplande investeringen. Ook kunnen private investeringen ondersteund worden.

3.1 Dempen van vraaguitval

De consumptie kan overeind worden gehouden door huishoudens te ondersteunen bij het op peil houden van het inkomen en te stimuleren tot het doen van uitgaven. Daar is in onzekere tijden tijdelijk overheidsingrijpen voor nodig om de omloopsnelheid van het geld op gang te houden. Daarnaast kan de overheidsconsumptie zelf omhoog door directe uitgaven en het naar voren halen van reeds geplande uitgaven.

3.1.1 Stimuleren consumptie door huishoudens

Maatregelen die een deel van het huishoudinkomen tijdelijk garanderen en het tijdelijk verlagen van belastingen op consumptie kunnen bestedingen stutten en zo een deel van de vraaguitval dempen. Er zijn noodmaatregelen genomen die het inkomen van huishoudens zo veel mogelijk op peil pro-

beren te houden, zoals de Noodmaatregel Overbrugging voor Werkgelegenheid (NOW) en de Tijdelijke overbruggingsregeling zelfstandig ondernemers (Tozo).⁵ In de fase hierna kan gedacht worden aan het verlengen van deze maatregelen en aan meer generieke maatregelen zoals het verlagen van de inkomstenbelasting en de belasting op consumptie. Beide typen maatregelen leiden tot meer liquiditeit voor huishoudens, maar wel in verschillende mate. Verlenging van de noodmaatregelen is effectiever als daar ook een prikkel tot arbeidsmobiliteit inzit (Box 3.1). Als de restricties geleidelijk worden opgeheven en steeds meer bedrijven weer kunnen produceren zullen werkenden moeten bewegen naar sectoren en beroepen waar vraag is.

Box 3.1 Noodmaatregelen gericht op vraaguitval

Door huishoudinkomens op peil te houden, kan vraaguitval gedempt worden. Met inkomens kunnen huishoudens immers uitgaven doen, en zonder niet. Er is een aantal noodmaatregelen genomen die gericht huishoudens die in de problemen zijn gekomen tijdelijk ondersteunen in het behouden van een deel van het inkomen en die meteen na aanvang van de lockdown zijn ingezet. Deze maatregelen moeten na verloop van tijd worden afgebouwd of stopgezet om ongewenst gedrag en noodzakelijke aanpassingen van werkgelegenheid niet te belemmeren. Ook lopen de kosten van de noodmaatregelen snel zeer hoog op. Pas na afbouw van de noodmaatregelen is generiek beleid gericht op het dempen van vraaguitval (zoals bijvoorbeeld het tijdelijk verlagen van de btw of inkomstenbelasting) te overwegen.

De NOW en Tozo dragen bij aan de huishoudinkomens van werknemers en zelfstandigen. Met name voor flexwerkers en zzp'ers was er waarschijnlijk zonder dit beleid forse inkomensschade ontstaan wat de consumptie had gedrukt en het consumentenvertrouwen verder had verlaagd. Deze regelingen dragen bij aan het stutten van de vraag. Zolang er aanzienlijke contactbeperkingen zijn en er vooruitzichten zijn dat deze op betrekkelijk korte termijn weer kunnen worden opgeheven is dit gerechtvaardigd.

De vraag is wanneer en hoe deze steun wordt afgebouwd. Te lang doorgaan met het garanderen van de inkomens van werknemers en inkomenssteun voor zelfstandigen in hun huidige specialisatie brengt het risico met zich mee dat noodzakelijke (bedrijfs)economische aanpassingen en arbeidsmobiliteit te laat op gang komen. Daarnaast kunnen noodzakelijke economische aanpassingen worden belemmerd door de vormgeving van de regeling die generiek is en gezien de omvang en snelheid waarmee deze is ingevoerd gevoelig voor fraude.

Een vervolg van deze noodmaatregelen zal dan ook meer economische prikkels moeten bevatten om effectief vraaguitval te stutten en tegelijkertijd aanpassingen af te dwingen. Er zijn verschillende varianten denkbaar, zoals het verder loslaten van het verbod op ontslag, een vast bedrag als compensatie, en/of een vorm van compensatie die het bedrijf zelf mag inzetten voor kapitaal of arbeid. Deze regeling kunnen worden gecombineerd met scholingsmaatregelen of fiscale maatregelen om investeringen aan te wakkeren.

Bron: SEO Economisch Onderzoek (2020)

Prikkel om werknemers in dienst te houden of te nemen

Als onderdeel van een mogelijk pakket aan maatregelen noemen Hamilton & Veuger (2020) de optie om bedrijven een fiscale prikkel (in de vorm van een *tax credit*) te geven om werknemers in dienst te houden gedurende een periode van crisis. Indien werkgevers toch werknemers ontslaan zou de prikkel naar rato moeten afnemen. Dit zou werkgevers een prikkel moeten geven om hun menselijk kapitaal te behouden. Zo zou het huishoudinkomen op peil gehouden kunnen worden en verdere vraaguitval kunnen worden voorkomen.

⁵ Vanaf eind juni is de Tijdelijke Overbruggingsregeling voor Flexibele Arbeidskrachten (TOFA) ingevoerd. De TOFA is bedoeld voor werknemers met een flexibel contract en een laag inkomen die door de coronacrisis (bijna) geen inkomsten hebben en niet in aanmerking komen voor een uitkering. De regeling bestaat uit een eenmalige tegemoetkoming voor de periode maart, april en mei 2020.

De maatregel heeft in de huidige situatie een aantal beperkingen. Een fiscale prikkel is alleen nuttig voor een werkgever indien er winst gemaakt wordt. In sectoren die compleet tot stilstand zijn gekomen, raakt de winstgevendheid voor 2020 steeds verder uit zicht. In het ergste geval kan hier zelfs een perverse prikkel van uitgaan. Bedrijven die nu op verlies staan of een verlies zien aankomen en toch willen profiteren van een deel van de prikkel gaan nu mensen ontslaan. Ook kunnen werkgevers de maatregel omzeilen door de lonen van werknemers te verlagen. Werknemers zien hun inkomen dan terugvallen, terwijl werkgevers niemand ontslaan, lagere kosten hebben en voordeel genieten van de prikkel. Deze loonaanpassingsprikkel kan overigens voorkomen worden door de maatregel te koppelen aan de totale loonsom, maar dat lost het probleem rondom de winstgevendheid niet op.

Het plan van Hamilton & Veuger (2020) is van toepassing op het zittende werknemersbestand. Aanvullend zou een prikkel geïntroduceerd kunnen worden om het aantrekkelijker te maken voor werkgevers om relatief meer arbeid in (vaste) dienst te nemen. Een optie daarvoor is introductie van een tijdelijke aannamesubsidie (zie hoofdstuk 4.1).

Lastenverlichting door verlaging belastingen op inkomen

Huishoudens kunnen mogelijk aangezet worden tot meer consumptie door middel van lastenverlichtingen, bijvoorbeeld in de vorm van belastingverlaging op inkomen. Het voordeel van deze maatregel is dat iedere euro lastenverlichting direct beschikbaar is voor huishoudens. Verlaging van de inkomstenbelasting met 1 procent bbp leidt op middellange termijn tot een effect op de gemiddelde consumptiegroei per jaar van 0,6 procent (CPB, 2015). Dit verband geldt in normale tijden en het is onduidelijk of in onzekere tijden ook in deze mate de consumptie kan worden aangewakkerd of dat huishoudens het extra inkomen sparen.

Faria-e-Castro (2020) laat zien dat het op dit moment verlagen van de belasting op arbeid minder effectief is dan het verruimen van het sociale vangnet, zoals een uitbreiding van de duur of hoogte van de werkloosheidsverzekering. Een belastingverlaging doet immers weinig voor huishoudens zonder inkomen uit werk, zoals werklozen en mensen in de bijstand die zijn geraakt door de economische malaise. Een ander probleem is dat in tijden van onzekerheid huishoudens een hogere liquiditeitsvoorkeur hebben. Extra geld wordt dan niet uitgegeven, maar gespaard. Enquêtes en data van DNB laten zien dat consumenten inderdaad een hoge spaarintentie hebben en ook daadwerkelijk meer sparen.⁶ Van meer *cash in hand* bij consumenten door bijvoorbeeld belastingverlaging zal dan waarschijnlijk maar een beperkte stimulering uitgaan. Ten slotte blijft een probleem dat zolang er contactbeperkingen zijn het lastiger is om het extra inkomen te besteden.

Er bestaat dus een afweging tussen het direct verhogen van het besteedbare inkomen en de bereidheid en mogelijkheden van huishoudens om dit hogere inkomen ook op korte termijn uit te geven. Naarmate het extra inkomen meer aan de onderkant van de inkomensverdeling (bijvoorbeeld bij uitkeringsgerechtigden) toekomt en/of bij huishoudens die direct de gevolgen van de crisis in hun portemonnee voelen is de kans dat het extra inkomen geconsumeerd wordt groter.

⁶ Zie <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2020/dnb388698.jsp> en <https://www.rtlnieuws.nl/economie/life/artikel/5137876/spaargeld-corona-huis-uitgeven-sparen-recessie-economic>

Lastenverlichting en stimulering uitgaven door verlaging btw

Huishoudens kunnen aangezet worden tot meer consumptie door de btw te verlagen. Een aantal Europese landen heeft hier inmiddels op ingezet, bijvoorbeeld Duitsland. Ook tijdens de grote recessie is dit instrument een aantal keer ingezet. Het Verenigd Koninkrijk heeft destijds het standaardtarief teruggebracht van 17,5 naar 15 procent. Zeven andere Europese landen hebben het gereduceerde tarief verlaagd. Nederland heeft destijds enkel op specifieke uitgaven een lager btw tarief ingevoerd (zoals de bouw), en het algemene btw-tarief zelfs verhoogd in 2012.⁷

Crossley et al. (2014) evalueren het effect van de tijdelijke verlaging van het reguliere btw-tarief in het Verenigd Koninkrijk en vinden een toename van 1 procent in uitgaven aan *retail*, wat op zichzelf goed is voor een toename van de totale uitgaven van 0,4 procent. Crossley et al. (2014) schrijven dit effect vooral toe aan intertemporele substitutie, omdat na het aflopen van de tijdelijke verlaging een significante daling in de bestedingen zichtbaar is. Van Loon & Goes (2018) stellen dat de tijdelijke verlaging van het btw-tarief in de bouw tijdens de vorige crisis voor hogere omzet in die sector heeft gezorgd. Beide studies wijzen erop dat er een stimulerende werking verwacht mag worden van een verlaging van de btw, zelfs in een crisisperiode waarin huishoudens waarschijnlijk een hogere voorkeur hebben voor liquiditeit.

Toch mogen er geen wonderen verwacht worden van een btw-verlaging voor het aanjagen van de consumptie. Een deel van de impuls lekt immers weg naar besparingen (die relatief hoog zijn in crisistijd) en naar het buitenland. Varianten met het macromodel van het CPB (2015) geven aan dat met een verlaging van de btw met 1 procent het bbp via de consumptie in de eerste jaren met 0,3 procent groeit. Een verlaging van de inkomstenbelasting is bijvoorbeeld twee zo effectief. Een van de verklaringen hiervoor is dat een btw-verlaging ook voor een deel bij bedrijven terecht komt, en verlaging van de inkomstenbelasting geheel neerslaat in het beschikbaar inkomen van huishoudens. De reden is dat huishoudens niet altijd de finale afnemers zijn van goederen en diensten waardoor de btw-verlaging slechts deels bij hen terecht komt.

Het aanjagen van consumptie is echter weinig zinvol als het fysiek moeilijk is om geld uit te geven vanwege contactmaatregelen. Voorlopig is de gemiddelde capaciteit in de horeca en het vervoer aanzienlijk kleiner dan voorheen: voor het openbaar vervoer is dat bijvoorbeeld voorlopig naar schatting niet meer dan 40 tot 50 procent van de totale capaciteit (CPB/PBL, 2020). Nog los van deze aanbodrestrictie lijken consumenten ook relatief terughoudend in het gebruik van deze (en andere) diensten. Het verlagen van de btw als instrument om consumptie aan te jagen is dus voor deze sectoren sowieso pas zinvol als er geen substantiële capaciteitsrestricties meer zijn als gevolg van de contactbeperkingen.

Nederland kent twee btw-tarieven en het is de vraag welk tarief verlaagd zou moeten worden: het reguliere tarief, het verlaagde tarief of enkel het tarief in specifieke sectoren. Vooralsnog raakt de crisis vooral sectoren die onder het verlaagde tarief vallen. Om deze reden zou verlaging van het verlaagde tarief overwogen kunnen worden. Een kanttekening hierbij is dat dit tarief onlangs verhoogd is en dat hier economisch gezien ook goede reden toe was. Het CPB (2014) stelt dat het verschil tussen het reguliere en het verlaagde btw-tarief de consumptiebeslissing verstoort en ineffectief is voor herverdeling. In dat perspectief en vanwege het feit dat sectoren waarvoor btw-laag

⁷ Zie https://ec.europa.eu/taxation_customs/sites/taxation/files/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_papers/taxation_paper_20_en.pdf

relevant is voorlopig nog capaciteitsrestricties kennen, ligt een (tijdelijke) verlaging van het hoge btw-tarief om de consumptie te stimuleren meer voor de hand. Belangrijk is dan dat de verlaging tijdelijk is. Door de verlaging meteen na aankondiging te laten ingaan kan voorkomen worden dat consumptie op dit moment wordt uitgesteld tot na de verlaging van het tarief.

Vroegpensioen?

Het vroegpensioen is genoemd als mogelijkheid om de coronacrisis het hoofd te bieden.⁸ Door ouderen te laten stoppen met werken (en hun inkomen deels te garanderen tot de eigenlijke pensioendatum) kunnen ontslagen voorkomen worden en zouden jongeren (die nu hard geraakt worden door de crisis) meer kans kunnen krijgen op de arbeidsmarkt. De effectiviteit van deze maatregel is waarschijnlijk beperkt. Vervangingsratio's van pensioenen zijn lager dan 1, waarmee eerder meer krimp van de vraag dan minder te verwachten is. Hetzelfde geldt voor het feit dat oudere werknemers meestal een hoger inkomen hebben dan jongeren. Deze negatieve effecten op de totale vraag zouden opgevangen kunnen worden als voor elke oudere die met vroegpensioen gaat er meerdere banen voor jongeren gecreëerd kunnen worden, maar dat is onwaarschijnlijk. Het zou voor werkgevers dan immers geen voordeel meer bieden. Daarbij was de arbeidsmarkt tot enkele maanden geleden historisch krap en komt de vergrijzingsgolf de komende jaren in volle omvang over ons heen. Het is de vraag in hoeverre werkgevers überhaupt meerdere jongere werknemers kunnen vinden, zelfs als ze het zouden willen (zeker in combinatie met beleid dat erop gericht is zoveel mogelijk werknemers in hun huidige baan te houden).

Het stimuleren van het vroegpensioen is dus vooral een herverdeling van jong naar oud die gefinancierd moet worden door de premies voor jongeren te verhogen op een moment dat de procyclische werking van een premieverhoging de arbeidsmarkt voor deze groep nog verder onder druk zet. Daar komt bij dat het arbeidsaanbod dat verdwijnt door vroegpensionering niet meer terugkomt. Er wordt dus een permanente verlaging van het arbeidsaanbod doorgevoerd om een tijdelijk probleem van vraaguitval te dempen. En dat terwijl het arbeidsaanbod dat verdwijnt op de iets langere termijn cruciaal is om de vergrijzingsgolf te helpen opvangen en arbeidsaanbod een belangrijke pijler is van lange-termijn economische groei.

3.1.2 Substitutie private consumptie door extra overheidsuitgaven

Op korte termijn zijn de mogelijkheden om een deel van de weggefallen private consumptie te laten overnemen door extra overheidsconsumptie beperkt. Het naar voren halen van investeringen is een optie met de nodige haken en ogen. Een wat meer controversiële noodmaatregel is om de overheid als opkoper van omzetverlies in te zetten (Box 3.2), als alternatief voor de reeds genomen noodmaatregelen, vooral voor bedrijven in sectoren die veel langer in lockdown blijven vanwege de ingestelde contactbeperkingen. Dit lijkt op het argument om deze bedrijven 'in te vriezen' en te laten 'ontdooien' op het moment dat de recessie voorbij is. Een nadeel van deze maatregel is dat er geen prikkel is om bedrijfsaanpassingen door te voeren, omdat de aanname is dat na het opheffen van de restricties het bedrijf weer als vanouds kan opereren. De vraag is of dat een reële aanname is.

⁸ Zie <https://fd.nl/economie-politiek/1346286/fnv-voorman-busker-vroegpensioen-voor-alle-werknemers>

Box 3.2 De overheid als buyer of last resort?

Saez & Zucman (2020) stellen voor de overheid te laten optreden als een buyer of last resort. De overheid neemt in dit plan de volledige omzetsdaling bij bedrijven voor haar rekening door middel van een directe transfer aan bedrijven ten grootte de omzetsdaling. Op deze manier zouden faillissementen voorkomen worden zonder dat er aanpassingen aan de uitgavenkant gedaan moeten worden zoals het laten afvloeien van werknemers of het inkrimpen van de kapitaalvoorraad. Bedrijven blijven daarmee bestaan als het ware als business as usual. Saez & Zucman (2020) stellen dat deze maatregel passend is omdat de coronacrisis een tijdelijke gezondheids crisis is die losstaat van eerdere bedrijfsbeslissingen en het virus niet alle sectoren en bedrijven even hard raakt. Eigenlijk behelst het voorstel van Saez & Zucman (2020) daarmee een ex-post verzekering (risicodeling over tijd en tussen bedrijven), en is het als zodanig meer te zien als een (nog ruimhartiger) alternatief voor de huidige crisismaatregelen als NOW en Tozo, en niet als een logische optie voor een maatregel als dat pakket is afgebouwd. Het is wel denkbaar als oplossing voor hele specifieke sectoren die langer op slot blijven vanwege de contactbeperkingen.

Saez & Zucman (2020) zien een aantal voordelen. Liquiditeitssteun aan bedrijven is handig, maar compenseert bedrijven niet voor hun verliezen. Het uitstellen van belastingen is onvoldoende gericht, omdat ook individuen en bedrijven die niet direct geraakt worden door de crisis ervan kunnen profiteren. Directe niet-voorwaardelijke transfers aan huishoudens ondersteunen inkomens, maar ook huishoudens die het niet nodig hebben en bovendien te weinig voor huishoudens die hun baan verliezen. Huishoudens kunnen daarnaast de transferinkomsten niet of beperkt uitgeven als veel winkels en bedrijven gesloten zijn. Er gaat dan ook nauwelijks extra vraagstimulering vanuit. Ten slotte zijn langere werkloosheidsverzekeringen en loondoorbetalingen bij ziekte maatregelen die huishoudens helpen, maar bedrijven nauwelijks.

Saez & Zucman (2020) merken ook kanttekeningen op. De overheid als buyer of last resort werkt enkel als het een zeer kortlopende maatregel is, zodat de kosten beheersbaar blijven en bedrijfsbeslissingen er niet te veel door verstoord worden. Ook dekt de maatregel niet de volledige 'coronaschade' omdat bijvoorbeeld waardeketens hoe dan ook verstoord zullen raken. Met betrekking tot de kosten van de maatregel valt op basis van de scenario's van het CPB (2020e) direct op dat het een vrij kostbaar plan kan zijn, met name naarmate de crisis langer duurt. In het meest ongunstige scenario van het CPB gaat het om 10 procent van het bbp over de periode 2020-2021.

Er zijn mogelijk ook nog andere beperkingen. Door bedrijven tijdelijk te bevriezen in pre-corona business as usual is er slechts een beperkte prikkel tot het doen van bedrijfsaanpassingen die mogelijk nodig zijn om te floreren post-corona. Te lang doorgaan met een maatregel als deze kost dan meer welvaart dan ze oplevert. Voor zover bedrijven er toch voor kiezen hun bedrijfsmodel aan te passen is het daarnaast de vraag of bedrijven hiervoor voldoende middelen hebben. Indien zij hun werknemers en kapitaalverschaffers gewoon doorbetalen uit de buyer of last resort-omzet, kunnen zij enkel hun 'normale winstmarge' herinvesteren in de onderneming. Mogelijk is dit te weinig voor significante aanpassingen van het bedrijfsmodel.

Bron: SEO Economisch Onderzoek (2020)

Verschillende partijen pleiten voor het versnellen of opschalen van publieke investeringen om het wegvallen van private bestedingen op te vangen. Overheidsbestedingen die toch al gepland zijn, kunnen in de tijd naar voren worden gehaald om de daling van de consumptie te dempen en werkgelegenheid te behouden. Vooral als het gaat om infrastructuur en de gebouwde omgeving is er inmiddels een aantal plannen geopperd. Het EIB (2020) heeft de mogelijkheden voor versnelling van investeringen in wegenbouw, het versnellen en intensiveren van onderhoud aan infrastructuur, en het versnellen en intensiveren van gemeentelijke projecten (inclusief woningbouw) in kaart gebracht. Het EIB (2020) identificeert ruimte voor een impuls door versnelling en intensivering van € 1,4 mld. in de periode 2020-2023 ten opzichte van het basispad. Het gros van het effect slaat neer in de jaren 2021 en 2022 (€ 1,1 mld.). In termen van werkgelegenheid zou er deze jaren sprake zijn van een werkgelegenheidseffect van 2.250 fte.

Er zitten enkele haken en ogen aan het versnellen van infrastructurele investeringen. Hetzelfde geldt voor ander beleid waarvan is voorgesteld om het naar voren te halen (zoals verduurzamingsmaatregelen voor de gebouwde omgeving en maatregelen om de energievoorziening versneld groener te maken). Deze beperkingen hebben in eerste instantie betrekking op de *timing* van de maatregelen. Echte versnelling is namelijk pas mogelijk vanaf 2021 waarmee het versnellen van investeringen op korte termijn weinig soelaas biedt om de crisis het hoofd te bieden. Indien snel een vaccin voorhanden is, is dergelijk beleid zelfs schadelijk omdat het een forse druk op de arbeidsvraag legt op een voor de crisis krappe arbeidsmarkt. Hierdoor komen andere en/of private investeringen in de knel.

Ook impliceert *tijdelijk* versnellen dat er vanaf 2023 krimp ten opzichte van het basispad ontstaat. Versnellen impliceert immers dat toekomstig werk dan niet meer gedaan hoeft te worden, zeker in het geval van activa met een lange levensduur als infrastructuur. Als de recessie inderdaad grotendeels achter de rug is in 2023 is dat mogelijk een klein probleem, want dan is er sprake van een anticyclische terugval van publieke investeringen vanaf dat moment. Als de recessie nog niet achter de rug is, is het de vraag wat er moet gebeuren vanaf 2023; de sector weer inkrimpen of het basispad nogmaals opkrikken?⁹ In dat laatste geval is niet langer sprake van een tijdelijke coronamaatregel, maar van een structurele intensivering van investeringen in infrastructuur. Er zijn echter maar beperkte positieve *spillover* effecten te verwachten van verdere investeringen in infrastructuur (die mogelijk nog eens verder dalen als het personenvervoer structureel lager komt te liggen als voor de crisis). Het CPB (2016a) stelt bovendien dat de Nederlandse infrastructuur reeds erg goed is, waarmee de marginale baten van extra investeringen klein zijn en er weinig effect te verwachten valt op bijvoorbeeld de productiviteit. Dit beperkt de effectiviteit van verdere publieke investeringen, zeker als deze een structureel karakter krijgen.

Een tweede en nog belangrijker probleem is dat het naar voren halen van investeringen vaak kampt met een allocatieprobleem, waardoor het moeilijk is om *gerichte* investeringen uit te voeren als de vraaguitval zich aandient. In de eerste plaats kost het tijd om investeringen van de grond te krijgen. Wet- en regelgeving zijn van belang, waarbij een belangrijke extra beperking is opgeworpen door de stikstof/PFAS-problematiek. Naast wet- en regelgeving is het van belang om materialen en mensen op het juiste moment op de juiste plek in te zetten. Evaluaties van crisisbeleid ten tijde van de grote recessie en de eurocrisis laten zien dat investeringen in verduurzaming van het wagenpark (Mian & Sufi, 2012), investeringen in duurzame energie (Popp et al., 2020) en het financieren van maatregelen waar vanwege de crisis bij werkgevers en sectorfondsen minder geld voor beschikbaar was (Van der Werff et al., 2019) slechts zeer beperkte opbrengsten hebben doordat het moeilijk is de prikkel goed te richten en op tijd plannen tot uitvoering te brengen. Ook bij de evaluatie van het stimuleringspakket uit de grote recessie bleek juist dat op het onderdeel naar voren halen van publieke (FES) investeringen de onderuitputting ten opzichte van de ambities in het eerste jaar groot was (minder dan 50 procent werd gerealiseerd).¹⁰ Ten slotte hebben niet alle maatregelen het beoogde effect doordat een deel van de investeringen weglekt naar het buitenland (Mian & Sufi, 2012).

⁹ Mian & Sufi (2012) laten zien dat subsidies voor vergroening van het wagenpark in de Verenigde Staten hebben geleid tot een korte impuls in de aanschaf van nieuwe auto's gevolgd door een zeer sterke dip waardoor autofabrikanten nauwelijks zijn geholpen.

¹⁰ Zie Tabel 3 in de Kamerbrief hierover: <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2011/09/16/kamerbrief-evaluatie-stimuleringsmaatregelen>.

Ten derde is er een aantal Europese initiatieven om de zwaarst getroffen landen te helpen (Box 3.3). Deze plannen variëren in aard, omvang en looptijd. Deze variatie maakt duidelijk dat het niet eenvoudig is om inhoudelijke maatregelen te treffen die gericht kunnen worden op bedrijven en huishoudens die het hardst zijn getroffen zonder dat er voorwaarden worden gesteld aan het gebruik van publieke middelen.

Niettemin zouden plannen die reeds door beleid zijn goedgekeurd, niet worden belemmerd door wet- en regelgeving en eenmalig van aard zijn, zoals het beter isoleren van woningen en kantoren, naar voren kunnen worden gehaald als op korte termijn de werkgelegenheid onder dit soort bedrijven sterk daalt.

Box 3.3 Overzicht plannen Europese steunfondsen

De roep om een Europees fonds om de zwaarst getroffen landen economisch te ondersteunen is groot. Er zijn verschillende voorstellen gedaan. De Europese Commissie, het Europees Parlement, Duitsland en Frankrijk, en Nederland, Oostenrijk, Denemarken en Zweden hebben alle voorstellen gedaan die deels overeenkomen, maar op onderdelen van elkaar verschillen. Deze box geeft een bondig overzicht van deze plannen.

Het belangrijkste verschil is de omvang van het steunfonds. De Europese Commissie wil € 750 mld. uittrekken, Frankrijk en Duitsland zien ruimte voor € 500 mld. extra steun, Nederland, Oostenrijk, Denemarken en Zweden willen eerst bepalen hoeveel er nodig is voordat zij een bedrag noemen, en het Europees Parlement wil een steunfonds van € 2.000 mld. Dit laatste fonds moet ook private investeringen aanwakkeren wat al is meegenomen in dit bedrag. Daarnaast verschillen de plannen m.b.t. de vraag of het een lening is of een gift. Nederland, Oostenrijk, Denemarken en Zweden gaan uit van leningen tegen gunstige voorwaarden. Frankrijk en Duitsland zien het als giften, en de Europese Commissie en het Europees Parlement zien een combinatie van giften, leningen en garanties. Alle plannen, m.u.v. Nederland et al., voorzien in een verhoging van het langetermijnbudget van de EU (Multiannual financial framework – MFF) en zien het fonds daarnaast als een aanvulling op het MFF. Het plan van Nederland et al. financiert het steunpakket vanuit het huidige MFF, waar de andere plannen dus tegen zijn. Zij zien de oplossing in schulduitgifte door de Europese Commissie, met het (verhoogde) MFF als onderpand. Hierdoor zal de rente op deze schulduitgifte een Europees gemiddelde zijn, wat voordelig is voor landen met hogere rentes, maar juist nadelig voor landen met lagere rentes (zoals Nederland) (Smid et al., 2020). Alle plannen verbinden condities aan de steun. Zo moet het geld gericht besteed worden aan de zwaarst getroffen gebieden, maar moet het gepaard gaan met (algemene) structurele hervormingen en investeringen in de verdien capaciteit, klimaattransitie en digitale transitie. Ten slotte verschillen de plannen in looptijd. Nederland et al. stellen een horizon voor van twee jaar, terwijl de andere plannen de horizon niet specificeren. Wel stellen ze dat het tijdelijk is, al blijft onduidelijk of de gezamenlijke schulduitgifte ook een tijdelijk instrument is.

Overzicht plannen Europees steunfonds

Plan	Nederland et al.	FR & DE	EC	EP
Omvang	Hangt af van behoefte	€ 500 mld.	€ 750 mld.	€ 2.000 mld.
Lening/gift	Lening	Gift	€ 500 mld. gift, € 250 mld. lening	Grotendeels garanties en giften, ook leningen
Verhoging MFF	Nee	Ja	Ja	Ja
Fonds in aanvulling op MFF	Nee	Ja	Ja	Ja
Financiering	Huidig MFF	Schulduitgifte EC	Schulduitgifte EC	Schulduitgifte EC
Conditionaliteit	Ja	Ja	Ja	Ja
Looptijd	2 jaar	Tijdelijk, niet gespecificeerd.	Tijdelijk, niet gespecificeerd	Tijdelijk, niet gespecificeerd

Bron: SEO Economisch Onderzoek (2020)

3.2 Liquiditeitssteun bedrijven

Naast inkomenssteun voor huishoudens om de consumptie te stutten, is het op korte termijn ook belangrijk om bedrijven aan de gang te houden. Bij deze maatregelen geldt opnieuw dat het belangrijk is dat ze gericht zijn op de groep bedrijven die in zwaar weer terecht zijn gekomen door de gevolgen van de lockdown, snel kunnen worden ingezet en dat de maatregelen tijdelijk van aard zijn met een duidelijk afbouwplan. Indien de restricties geleidelijk verdwijnen zal ook de steun moeten worden afgebouwd om aanpassingen niet af te remmen. Verlenging van noodmaatregelen is effectiever als het een sterkere prikkel tot aanpassing bevat dan nu het geval is.

3.2.1 Tegemoetkoming productiefactoren

De inzet van de noodmaatregelen is tweeledig geweest: de factor kapitaal ontlasten of de factor arbeid compenseren (zie Box 3.4). Met het geleidelijk opheffen van de contactbeperkingen lijkt de scope voor deze maatregelen ook geleidelijk te krimpen.

‘Bevriezen’ specifieke sectoren

Een aantal sectoren zal mogelijk nog enige tot geruime tijd met beperkingen in de bedrijfsvoering te maken hebben die rechtstreeks volgens uit contactbeperkende maatregelen. De vraag die zich aandient is of zulke bedrijfstakken dan ook voor een langere periode een tegemoetkoming voor (de gedwongen onderbenutting van) hun productiemiddelen moeten krijgen. De facto zou dan sprake zijn van een selectieve *buyer of last resort*. Dit is niet zonder nadelen. Het is maar de vraag hoe lang dit volgehouden gaat moeten worden, waarmee een escalatie van de kosten en een verstoring van de marktwerking op de loer liggen (zie Box 3.2). De prikkel voor bedrijven om hun bedrijfsmodel aan te passen wordt ook kleiner. Voorzichtigheid is hiermee geboden.

Box 3.4 Noodmaatregelen gericht op tegemoetkoming productiefactoren

Arbeid

De NOW compenseert bedrijven voor hun loonkosten als de omzet is gedaald ten gevolge van (gedwongen sluiting door) het coronavirus. Dat dit bedrijven direct lucht geeft is evident en blijkt ook uit cijfers van het CBS. Personeelskosten bedragen tot 30 procent van de omzet. Een ander voordeel is dat bedrijven niet op stel en sprong werknemers hoeven te ontslaan. Hiermee blijft menselijk kapitaal voor de onderneming die een deel van de omzet verliest, behouden. In geval van een kortdurende recessie is dit gunstig, doordat bedrijven zodra de economie weer aantrekt geen zoekkosten hoeven te maken. Problemen ontstaan evenwel naarmate de crisis langer duurt en bedrijven zich moeten gaan aanpassen aan de nieuwe situatie. De ruimte in de verlengde NOW-regeling om zonder forse boete werknemers te ontslaan is daarmee te verdedigen, ook omdat er voor werknemers een tweede vangnet is – namelijk de route via reguliere ontslagbescherming en sociale zekerheid.

Vaste lasten/ kapitaal

De overheid compenseert de vaste lasten via de Tegemoetkoming Vaste Lasten mkb (TVL). De inzet is dat deze maatregel faillissementen voorkomt doordat langlopende kosten worden afgedekt, die mogelijk samenhangen met een verhoogde kans op een faillissement.¹¹ Onhandig aan de regeling is dat zij loopt vanaf 1 juni, terwijl vanaf dat moment de contactmaatregelen worden versoepeld. Hierdoor is te verwachten dat de omzetten bij bedrijven weer wat zullen toenemen wat het effect van de maatregel kan dempen. In het ergste geval duwt dit bedrijven op de marge weer door de minimale omzetgrens waarmee steun uit zicht raakt. Voor de periode voor 1 juni is geen compensatie beschikbaar, terwijl in die periode de contactmaatregelen het sterkst waren en dus de omzetderving ook. Voor de periode voor 1 juni bestaat de Tegemoetkoming Ondernemers Getroffen Sectoren COVID-19 (TOGS), maar de vergoeding daaruit zal in veel gevallen niet voldoende zijn om de vaste lasten werkelijk te dekken. Een ander punt is dat er een interactie tussen de TVL en de NOW is

¹¹ Zie <https://www.bnr.nl/nieuws/economie/10411072/nieuw-steunpakket-gaat-niet-werken>

ingebouwd. De NOW telt de TVL-vergoeding mee als omzet waardoor de NOW-vergoeding afneemt. Hierdoor neemt het aandeel niet-gecompenseerde loonkosten in de totale loonkosten toe waardoor het voor werkgevers aantrekkelijker wordt om werknemers te ontslaan. Dit staat haaks op de beleidsinzet van de NOW.

De TVL heeft verder een plafond van € 50.000 per bedrijf voor het derde kwartaal. Dit plafond kan voor sommige bedrijven knellen. Afhankelijk van de bedrijfstak bedragen de overige bedrijfskosten van niet-financiële bedrijven buiten de overheid gemiddeld tussen de 8 en 29 procent van de omzet. Veel van deze kosten bestaan uit vaste lasten zoals huur, maar er zijn ook meer flexibele kosten als verkoopkosten. We beschouwen dit als een bovengrens van de gemiddelde vaste lasten. Uitgedrukt als bedrag van de gemiddelde omzet en geschaald naar de duur van de TVL duidt dit erop dat voor de sectoren waarop de TVL ziet het gemiddelde soms kan knellen, maar soms niet. Ter illustratie: de gemiddelde jaarlijkse overige bedrijfskosten geschaald naar de duur van de TVL verschillen sterk per sector en liggen op gemiddeld bijna € 1,5 mln. in de delfstoffenwinning tot € 20.000 tot € 40.000 in bouw en horeca.

Bron: SEO Economisch Onderzoek (2020)

3.2.2 Fiscaliteit

Fiscale maatregelen die de liquiditeit van ondernemingen stutten bestaan uit het uitstellen of verlagen van belastingen en premies en het tijdelijk wijzigen van een aantal (boekhoud)regels.

Uitstel, afstel of verlaging van belastingen en sociale premies

Tijdelijk uitstel

De OESO (2020) noemt uitstel van belastingen en sociale premies als een instrument om ondernemingen van liquiditeit te voorzien. Ook in Nederland is dit instrument reeds ingezet. Economisch fungeert uitstel van belasting als een renteloze lening voor de onderneming waar geen onderpand tegenover staat. Dit biedt de onderneming direct liquiditeit, met name voor belastingen die regelmatig verschuldigd zijn. Wel blijft de belastingplicht bestaan. Een onderneming zal in de toekomst de uitgestelde belastingen en sociale premies dus wel moeten voldoen. Indien op dat moment het verdienvermogen van het bedrijf niet terug op peil is ontstaat een nieuw liquiditeitsprobleem. Daarbij heeft de onderneming tot het moment dat de belasting voldaan is een groeiende belastingschuld in de boeken staan. Deze schuld kan op haar beurt nieuwe problemen veroorzaken, bijvoorbeeld in het aantrekken van financiering. De omvang van dit toekomstige probleem is afhankelijk van de specifieke belasting. De winst over 2019 is vastgesteld en daar moet ook bij uitstel gewoon belasting over betaald worden. Hetzelfde geldt voor afdrachten voor sociale zekerheid. Om deze reden moet het uitstel tijdelijk zijn en niet te lang duren, met de kanttekening dat te vroeg beginnen met het afdwingen van terugbetaling ook een rem kan zijn op het herstel. Voor de btw is deze spanning mogelijk minder groot in de zin dat dat uitstel een oplossing biedt voor de *mismatch* in de *timing* van ontvangsten en uitgaven. Uitstel voorkomt dan vooral dat de btw-afdracht door bedrijven voorgefinancierd moet worden.

De OESO (2020) wijst hiernaast op de mogelijkheid om ook uitstel te bieden op belastingen gericht op specifieke sectoren of producten, zoals accijnzen en verbruiksbelastingen. Voor sommige bedrijven en sectoren kan zulk uitstel een liquiditeitsimpuls bieden. Het totale effect zal macro-economisch beperkter zijn dan uitstel van generieke belastingen als de btw.

Afstel, kortingen en/of tariefsverlagingen

Eenmalig afstel van bepaalde belastingen voorkomt het ‘stuwmeer’-effect aan belastingverplichtingen. Dit levert bedrijven (zekerheid over hun) liquiditeit op. Nadeel is dat het voor de overheid een

kostbare maatregel kan zijn en dat het de vraag is in hoeverre eenmalig afstel van belastingen geïnterpreteerd moet worden als indirecte staatssteun. Ook de effectiviteit en doelmatigheid van het middel zijn betwistbaar, net als de doelgerichtheid ervan. Afstel op de winstbelasting raakt enkel bedrijven die in 2019 winstgevend waren, en eventueel in de toekomst bedrijven die in 2020 winstgevend waren. De nu verlieslatende bedrijven (waarschijnlijk de bedrijven die het hardst door de crisis geraakt zijn) hebben hier weinig aan. Mogelijk dat zij in 2020 voordeel kunnen genieten, maar dan moeten ze het wel tot en met 2020 halen en dan ook nog eens winstgevend zijn. Voor de bedrijven die in 2019 winstgevend waren kan het daarbij zo zijn dat de genoten belastingkorting in geen verhouding staat tot de geleden schade door de coronacrisis. Dat is dan weinig doelmatig.

Flexibilisering of aanpassingen in de uitvoering

Coulance of flexibiliteit in de uitvoering kan bijdragen aan een betere liquiditeit bij bedrijven. De OESO (2020) noemt als mogelijkheden een tijdelijke flexibilisering van de teruggaaf btw door oninbare vorderingen, een tijdelijke verruiming van toegang tot het kasstelsel voor btw-aangifte, en een versnelde teruggaaf van btw door vermindering van het factuurbedrag. De effecten hiervan zullen waarschijnlijk kleiner zijn dan het bieden van uitstel op generieke belastingen als de btw. Ook brengen aanpassingen in de uitvoering risico's en kosten met zich mee (e.g. mogelijke fraude). Gegeven een waarschijnlijk beperkt effect is deze optie hiermee weinig effectief en niet efficiënt.

3.2.3 Kredietvoorziening korte termijn

Door onzekerheid over de continuïteit van ondernemingen bestaat de kans dat de toegang tot financiering wordt beperkt. Dit heeft twee effecten. Ten eerste, werkkapitaalfinanciering is vereist om kosten te kunnen dekken. Bedrijven hebben werkkapitaal nodig om bijvoorbeeld leveranciers te kunnen betalen. Stokt de werkkapitaalfinanciering, dan stokt mogelijk ook de betaling aan leveranciers, met mogelijke "besmettingsrisico's" tot gevolg. Kredietverlening is daarnaast een katalysator voor economische groei en investeringen (Bernanke et al., 1996). Beperkingen van kredietverlening leiden tot minder investeringen en lagere groei (Aghion et al., 2010). Zo kan de economie in een negatieve spiraal terechtkomen, waar een recessie leidt tot een kredietverleningscrisis, die de recessie verergert, wat weer doorwerkt op de kredietverlening, etc. De overheid heeft twee manieren om dit te voorkomen: het afdekken en borg staan voor kredietrisico's en het aanbieden van directe financiering aan ondernemingen. De vormgeving van de regelingen is van belang om moreel gevaar te voorkomen. Hiernaast kan ook de toezichthouder bijdragen aan (het verruimen van) de kredietvoorziening aan bedrijven Box 3.5.

Box 3.5 Ruimte voor aanvullend beleid door toezichthouder financiële sector

Effectief beleid richt zich op zowel de reële sector als op de financiële sector. Zoals boven beschreven moeten bedrijven ondersteund worden. Banken moeten de ruimte krijgen hun kapitaalbuffers volledig te gebruiken (IMF, 2020a; Beck, 2020b; Borio & Restoy, 2020). Zo kunnen banken hun rol in de economie blijven vervullen en krediet blijven verstrekken, om de economie gaande te houden.

Bij het gebruiken van flexibiliteit in kapitaalbuffers en het verlagen van systeemrisicobuffers of anticyclische buffers is het van belang dat alleen aan de kapitaalkant de regels worden versoepeld. Het zou schadelijk zijn om laxere regels te hanteren bij het classificeren van leningen (Beck, 2020a). Dan kan de markt de kwaliteit van de leningen in twijfel gaan trekken en dat is het laatste wat wenselijk is. De onzekerheid die dat met zich meebrengt is schadelijk voor de bank, mogelijk is die schade groter dan de schade van het rapporteren van een slechte lening.

Verder is het essentieel dat uitkeringen van dividend, bonussen en de terugkoop van aandelen beperkt worden of zelfs verboden worden (ECB, 2020; Borio & Restoy, 2020; Zamil, 2020). Het beschikbare kapitaal moet

productief worden gebruikt voor het aangaan van leningen en investeringen, niet om uit te keren aan bestuurders of aandeelhouders. Zo wordt de geboden flexibiliteit maximaal benut om de economie te ondersteunen.

Indien de risico's escaleren is het belangrijk dat de centrale bank liquiditeit verschaft, zodat banken aan hun verplichtingen kunnen voldoen en de problemen in de financiële sector niet nog groter worden. Met de huidige opkoopprogramma's van de ECB hebben banken al goedkoop toegang tot krediet en liquiditeit.

Bron: SEO Economisch Onderzoek (2020)

Afdekken kredietrisico

Om op korte termijn bedrijfsfinanciering te vereenvoudigen heeft de overheid ingezet op verruiming van de Garantie Ondernemingsfinanciering (GO-regeling), de Borgstelling MKB-kredieten (BMKB), het Borgstellingskrediet Landbouw (BL) en het Klein Krediet Corona (KKC). Deze regelingen hebben tot doel het risico voor de financier te verkleinen door het bieden van garanties en borgstellingen.

Eerdere evaluaties van BMKB laten zien dat de borgstelling bedrijven in staat stelt krediet aan te trekken, maar er is twijfel over de effectiviteit van de regeling omdat het lastig is een verband te leggen tussen de borgstelling door de overheid en de extra omzet van bedrijven: *Onze bevindingen geven geen antwoord op de vraag of de bmkb-regeling effectief is. De geschatte verschillen in omzetgroei zijn lastig te interpreteren. We verwachten immers op voorhand een toename van de omzet doordat bedrijven extra krediet kunnen aantrekken dankzij de bmkb-regeling. Onze bevindingen bevestigen deze verwachting, maar we weten niet of de omzetstijging groot of juist klein is. Hiermee is de effectiviteit van de regeling dus onduidelijk* (Van Veldhuizen & Mocking, 2015). Ook in voorgaande crises is de regeling uitgebreid. Met betrekking tot de BMKB concludeert de Werkgroep BMKB (2015) dat de BMKB in beperkte mate bijdraagt aan conjunctuurstabilisatie, omdat het een relatief kleine maatregel betreft. In crisistijd is de stabiliserende werking mogelijk groter, wat verruiming van de regeling in crisistijd kan rechtvaardigen.

De GO-regeling is ingevoerd in reactie op de vorige crisis. MBCF/Berenschot (2014) stelt dat ongeveer 50 procent van de garanties die onder de GO-regeling zijn verstrekt direct een bijdrage hebben geleverd aan hogere kredietverlening. Volgens MBCF/Berenschot (2014) geldt voor de andere 50 procent dat er mogelijk sprake is van een indirecte bijdrage, bijvoorbeeld dat de financiering tegen gunstigere voorwaarden is verstrekt. Dit onderzoek is echter uitgevoerd op een zeer kleine steekproef waardoor de resultaten met een zekere voorzichtigheid moeten worden beschouwd. Daarnaast lijkt sprake van inefficiënte substitutie, omdat banken bij financiering sneller op de garantie wijzen en ondernemingen en banken minder geneigd zijn een marktoplossing te zoeken. De vraag in hoeverre de GO-regeling heeft geleid tot additionele financiering blijft grotendeels onbeantwoord. Op verzoek van het ministerie van EZK wordt in 2020 opnieuw onderzoek gedaan naar de effectiviteit van de GO-regeling.

De BL is de opvolger van de Garantiestelling Landbouw. De evaluatie van deze laatstgenoemde regeling laat zien dat van de regeling tussen 2010 en 2016 weinig gebruik is gemaakt. Ook was de regeling verlieslatend en werd er relatief minder gebruik van gemaakt tijdens de crisisjaren. Gebruikers van de regeling zijn evenwel positief en verklaren dat zij met behulp van de regeling meer investeringen hebben kunnen doen (Ecorys, 2019). Het feit dat van de voorloper van de BL juist in crisisjaren minder gebruik is gemaakt doet vermoeden dat de BL in deze crisis weinig effectief zal zijn.

Het KKC is een nieuwe regeling. De effectiviteit van de regeling is hiermee onbekend. Het feit dat het garantiepercentage relatief hoog is suggereert wel dat banken relatief veel risico kunnen afdekken met de regeling. Voor leningen met een relatief hoog risicoprofiel is dit aantrekkelijk voor de bank. Op de marge kan de regeling in theorie dan bijdragen aan meer kredietverlening naar het kleinbedrijf. Dit zal (gelet op de conclusies van evaluaties van de andere garantieregelingen) niet geheel additionele financiering zijn, maar in crisistijd en voor het kleinbedrijf is dit mogelijk een minder groot probleem.¹²

Op basis van internationaal onderzoek concludeert de OESO (2014) dat kredietgaranties (tijdens de crisis) een positieve rol hebben gespeeld in het mobiliseren van kapitaal voor het mkb. Ook Rabobank (2020) stelt dat publieke kredietgaranties bijdragen aan het beschermen van het mkb in crisisjaren. Wel zien de OESO (2014) en Rabobank (2020) het (morele) gevaar dat de overheid te veel risico's van het bedrijfsleven overneemt, wat een terecht punt lijkt gezien de conclusies uit het onderzoek in Nederland. Rabobank (2020) wijst er echter op dat in crisistijd de baten van het ondersteunen van bedrijven mogelijk groter zijn dan de 'schade' van *moral hazard*. De OESO (2014) wijst er daarnaast op dat de toename van krediet aan bedrijven ook gezorgd heeft voor verhoogde risico's. De schuldenlast van bedrijven neemt immers toe (en tautologisch: dus een lagere solvabiliteit). Algemeener biedt de overheid met deze regelingen een prikkel tot financiering met vreemd vermogen. Dit kan de (optimale) kapitaalmix van bedrijven verstoren. Deze mix is in Nederland relatief gezien al meer richting vreemd vermogen dan in andere landen. In sommige gevallen zou het daarom beter kunnen zijn als bedrijven hun eigen vermogen versterken, in plaats van met behulp van een zekerstelling meer vreemd vermogen aantrekken.

Direct financieringsloket

De overheid kan ook een direct financieringsloket bieden. Voor groeibedrijven is de Corona-OverbruggingsLening (COL) in het leven geroepen. De COL biedt leningen aan van tussen de € 50.000 en € 2 mln. tegen een uniform tarief van 3-5 procent rente afhankelijk van de hoofdsom. Bij leningen groter dan € 250.000 wordt 25 procent cofinanciering verwacht van zittende investeerders. InvestNL heeft € 100 mln. beschikbaar gesteld in het kader van de Tijdelijk Overbruggingskrediet innovatieve start- en scale-ups (TOPSS-regeling). Zij biedt via de TOPSS-regeling kapitaal aan voor bedragen groter dan € 2 mln. tegen 8 procent rente met als eis dat 50 procent van de hoofdsom door een andere partij wordt gefinancierd.

De start-up-sector heeft kritiek op de COL omdat de meeste startende (tech)bedrijven draaien op geld van buiten, waarmee de aflossing van en rente op de lening een zorg is. Ook zou de regeling voor investeerders weinig aantrekkelijk zijn. Andersom wordt gewezen op het feit dat start-up-

¹² Opvallend is wel dat de regeling een maximumrente van 4 procent heeft, terwijl nieuwe leningen met een hoofdsom kleiner dan € 250 duizend aan niet-financiële bedrijven in april 2020 een (gewogen) gemiddeld rentepercentage van 3,1 procent hadden. Blijkbaar konden banken in april 2020 gemiddeld dus winstgevend de risico's in dit kredietsegment dragen tegen een rentetarief lager dan het maximumtarief van de regeling. Gebruik van de regeling door de gemiddelde ondernemer is dan onaantrekkelijk aangezien ondernemers ook nog een eenmalige premie van 2 procent betalen. De bank zou dit kunnen compenseren met een lager rentetarief, maar het is de vraag in hoeverre dit voor de bank in de doorsnee aantrekkelijk is. Mogelijk voorziet de KKC hiermee vooral in een behoefte voor financiering in een specifiek risicosegment. Zie <https://statistiek.dnb.nl/downloads/index.aspx#/details/deposito-s-en-leningen-van-mfi-s-aan-niet-financiële-bedrijven-rentepercentages-maand/dataset/a93f363a-ad2b-4a43-b2fd-5f0c96fe5533/re-source/8087cff7-925b-4320-988a-752729bdc972>

investeringen risicodragend kapitaal zijn en dat de pijn van slechte tijden daarom vooral bij aandeelhouders terecht zou moeten komen.¹³ Het is hiermee maar de vraag of de COL een doelmatige regeling is. Als de aflossing van en rente op de leningen inderdaad een probleem blijken gaat de overheid of geld moeten toeleggen op de COL of gaan start-ups nieuw risicodragend vermogen bij investeerders moeten ophalen. De zittende aandeelhouders investeerden reeds met risicodragend kapitaal omdat winstgevendheid op de korte termijn toch al niet te verwachten was. De vraag is dan waarom deze zittende investeerders niet zelf op korte termijn vers kapitaal in de onderneming inbrengen. Het is in de vormgeving van de regeling ook de verwachting dat dit mogelijk is gezien de co-financieringseis. In het ergste geval is de COL hiermee een subsidie aan durfkapitalisten op hun bestaande investeringen. In het beste geval lost de COL een *timing*-probleem op als durfkapitalisten tijd nodig hebben om nieuw kapitaal in te brengen en/of de onderneming op zoek moet naar nieuwe/aanvullende investeerders. De COL is dan enkel doelmatig als start-ups erin slagen om gedurende de looptijd van de COL nieuw kapitaal op te halen. Het is hiermee verstandig om niet te lang door te gaan met het aanbieden van de COL-faciliteit.

Voor de TOPSS-regeling is de discussie vergelijkbaar, behalve dat de financieringsbedragen onder de TOPSS groter zijn en de co-financieringseis groter is. Dit kan impliceren dat met name grotere, meer geprofessionaliseerde bedrijven en investeerders van de regeling gebruik zullen maken. Voor zulke partijen kan het in versterkte mate de vraag zijn waarom deze partijen niet zelf de volledige kapitaalbehoefte dekken.

3.3 Overall beeld van de korte termijn

De crisis die als gevolg van het coronavirus is ontstaan is niet van economische aard. Het ligt dus voor de hand dat de overheid niet alleen de gezondheidsschade en -gevolgen van de pandemie probeert in te dammen maar ook maatregelen neemt om de economie in een situatie van gedeeltelijke lockdown te stimuleren.

Op de zeer korte termijn is het van belang om liquiditeit te verschaffen aan huishoudens en bedrijven met noodmaatregelen. Dit voorkomt acute problemen en onnodige paniek. De meeste maatregelen zijn gericht op inkomenssteun voor werkenden en het ontlasten van bedrijven waar het gaat om loonkosten. Hierdoor zijn bedrijven die direct zijn getroffen door vraaguitval niet massaal failliet gegaan en zijn de inkomens van werknemers op peil gebleven. Voor (zelfstandig) ondernemers zijn maatregelen genomen in het kader van inkomenssteun en een tegemoetkoming in de bedrijfskosten. In de tweede set van noodmaatregelen is het beperkt mogelijk om mensen te ontslaan en zijn de tegemoetkomingen voor vaste lasten en kapitaalkosten verhoogd. Het lijkt erop dat deze maatregelen tijdig zijn genomen en gericht zijn op dat deel van de economie waar op zeer korte termijn de grootste problemen zijn ontstaan. De maatregelen zijn ook tijdelijk en inmiddels al een keer verlengd.

Daarom zijn aanvullende maatregelen nodig om de naderende recessie te proberen te dempen. Veel bedrijven en werkenden ondervinden op dit moment nog weinig last van vraaguitval omdat de orderportefeuille van veel bedrijven vanuit de situatie van hoogconjunctuur goed gevuld was. Als

¹³ Zie <https://www.parool.nl/nederland/kritiek-op-miljoenensteun-kabinet-start-ups-hebben-hier-niets-aan~b8207c44/>

gevolg zijn veel werkenden aan de slag gebleven en is hun inkomen op peil gebleven. Nu wereldwijd vraaguitval wordt waargenomen is de toekomstige productie en afzet onzeker. Dat vraagt om een nieuwe fase van kortetermijnmaatregelen die zicht richt op de afbouw van de noodmaatregelen en/of meer generiek van aard is. Afbouw lijkt het meest effectief als er in verlengde pakketten meer prikkels tot arbeidsmobiliteit en bedrijfsaanpassingen worden opgenomen dan waarin in de huidige regelingen wordt voorzien. Fiscale prikkels voor huishoudens om te consumeren, fiscale prikkels voor bedrijven zoals uitstel van belastingen, het tijdelijk veranderen van fiscale regelgeving en het bieden van garanties lijken effectief op meer generiek niveau. Deze maatregelen kunnen door de overheid op relatief korte termijn worden genomen en zijn effectief op het moment dat de economie steeds meer uit de fase van lockdown komt en geconfronteerd wordt met een recessie.

De maatvoering van het beleid is van groot belang als het gaat om de duur en omvang van de maatregelen. Enerzijds moet voorkomen worden dat bedrijven en huishoudens onnodig in de problemen komen, anderzijds is het belangrijk dat mobiliteit op de arbeidsmarkt en aanpassingen in het bedrijfsleven niet onnodig worden vertraagd, en ten slotte is het zaak dat met effectief beleid te doen om de overheidsfinanciën niet nodeloos te belasten.

Daarnaast kunnen publieke investeringen gericht naar voren gehaald worden. Op die manier kunnen tegelijk structuurversterkende investeringen eerder uitgevoerd worden en de vraaguitval in de komende jaren gedompt worden, zonder dat het de overheidsfinanciën op lange termijn belast. In de praktijk is het echter in eerdere gevallen lastig gebleken om investeringen substantieel naar voren te halen, en bovendien beperkt de stikstof-/PFAS-problematiek voor sommige bedrijfstakken het concentreren van investeringen in 2021 en 2022.

4 Middellange termijn

Het voorkomen van hysteresis is belangrijk om niet onnodig de productiefactoren kapitaal en arbeid te beschadigen. Beleid gericht op investeringen in menselijk en fysiek kapitaal kan hierbij effectief zijn. Daarnaast is het zaak de financiële sector gezond te houden als de crisis langer aanhoudt. Ten slotte zijn er opties via de overheid en private investeerders om bedrijven te herkapitaliseren, waarbij de mate van overheidsingrijpen en de exit van belang zijn.

Op langere termijn is het de vraag in hoeverre hysteresis optreedt waardoor de crisis blijvend negatieve effecten heeft op de groei. Hysteresis kan optreden bij de belangrijkste productiefactoren in een economie: menselijk en fysiek kapitaal. Bij menselijk kapitaal gaat het om het verouderen van kennis en vaardigheden en langdurige werkloosheid, bij fysiek kapitaal om onvoldoende vernieuwing van de kapitaalgoederen waarmee wordt geproduceerd. Ook kan een diepe recessie problemen op financiële markten veroorzaken. In dit hoofdstuk beschrijven we effectieve maatregelen om hysteresis te voorkomen. Deze maatregelen worden belangrijker naarmate de recessie dieper is en langer duurt. Naarmate de recessie langer aanhoudt, is het effect op de financiële markten ook groter. Naarmate de crisis economischer van aard wordt, komt tevens besmetting van de woningmarkt dan in zicht (zie Box 4.2).

In het meest gunstige scenario (zie hoofdstuk 2) gaan we ervan uit dat deze transitiefase tussen de korte en lange termijn relatief kort duurt, circa een tot anderhalf jaar. Eind 2021 is de economie dan weer terug op het oude niveau, is de arbeidsmarkt min of meer in evenwicht, en is ondersteunend (expansief) begrotingsbeleid niet meer nodig. In het tweede scenario houdt deze periode langer aan, namelijk twee tot tweeëneenhalf jaar en is de economie pas in 2023 weer min of meer in evenwicht. In dit tweede scenario zullen ook maatregelen nodig zijn om problemen in de financiële sector te voorkomen. In de overgangsfase is het zaak om beleid zodanig vorm te geven dat het enerzijds vraaguitval (hoofdstuk 3) en anderzijds hysteresis van menselijk en fysiek kapitaal beperkt (dit hoofdstuk). Door deze beleidsimpulsen vorm te geven in relatief effectieve maatregelen wordt tegelijk de belasting van de overheidsfinanciën, die in alle gevallen groot zal zijn, zoveel mogelijk beperkt. Dit hoofdstuk kijkt vanuit dit perspectief naar de mechanismen die tot hysteresis kunnen leiden en naar (idealiter bewezen) effectieve beleidsopties die in deze fase kunnen bijdragen aan het tegengaan daarvan.

4.1 Menselijk kapitaal

De structurele effecten van actief arbeidsmarktbeleid zijn over het algemeen klein (Card et al., 2018; CPB, 2016b). Het is mogelijk dat actief arbeidsmarktbeleid in een recessie anders uitpakt dan in laag- of hoogconjunctuur. Enerzijds is er meer concurrentie van baanzoekers in een recessie, waardoor hun kansen op werk kunnen afnemen, wat de effectiviteit van dit beleid kan verlagen. Anderzijds zijn werkgevers tijdens een recessie selectiever in wie ze aannemen, en kan daarmee de impact van een gericht programma groter zijn. De (beperkte) empirische literatuur lijkt erop te duiden dat actief arbeidsmarktbeleid effectiever is in een recessie (Lechner & Wunsch, 2009; Kluve, 2010; Forslund et al., 2011). In een metastudie waarin 209 evaluaties van actief arbeidsmarktbeleid zijn meegenomen, vinden Card et al. (2018) ook een positieve correlatie tussen de daling van de werkloosheid en de effectiviteit van arbeidsmarktprogramma's.

Scholingsprogramma's zijn mogelijk effectiever in een recessie, omdat de deelnemers op de korte termijn sowieso een lagere kans op werk hebben, maar op de langere termijn nog steeds baat hebben bij de verbeterde vaardigheden die ze tijdens een training of opleiding aanleren (Lechner & Wunsch, 2009). Een belangrijke beperking van veel evaluaties van actief arbeidsmarktbeleid is echter dat ze geen rekening houden met verdringing van andere werkzoekenden die niet deelnemen aan een programma. De uitkomst van beleid kan dus zijn dat de groep die in aanmerking is gekomen voor een 'behandeling' sneller werk vindt, terwijl de groep die geen 'behandeling' heeft ondergaan slechter af is als gevolg van het beleid. Frans (Crepon et al., 2013 en Ferracci et al., 2014), Oostenrijks (Lalive et al., 2015) en Deens (Gautier et al., 2018) onderzoek toont inderdaad aan dat dit soort verdringingseffecten substantieel kunnen zijn en de impact van een programma voor de totale werkgelegenheid voor een groot deel teniet kunnen doen. Eerder Brits onderzoek (Blundell et al., 2004) vindt echter weinig bewijs voor zulke substantiële negatieve spillovers.

Het gevaar van hysteresis op de arbeidsmarkt is dat het een zichzelf versterkend effect heeft. Als de werkloosheid hoog is als gevolg van een recessie kan dit leiden tot pessimisme en angst waardoor de economische ontwikkeling matig blijft (achterblijvende consumptie van huishoudens en weinig investeringen door bedrijven) en daardoor de werkloosheid hoog. Deze spiraal is te doorbreken door op micro-economisch niveau zoekgedrag te stimuleren en werkgevers te belonen om mensen aan te nemen waardoor aanbod en vraag op gang komen. Daarnaast kan worden ingezet op bijscholing van werklozen waardoor zij aantrekkelijker worden voor werkgevers (*recalling*) en op omscholing richting meer kansrijke beroepen en sectoren.

De crisis heeft ook laten zien dat meer structurele aanpassingen van de regels op de arbeidsmarkt welvaartsverhogend kunnen werken. Stromen op de arbeidsmarkt gaan vaak van werk naar werkloosheid en vervolgens van werkloosheid naar inactief (of ontmoedigd). Bij zelfstandig ondernemers is een sterke terugval in het aantal gewerkte uren zichtbaar, waardoor zij op zeer lage inkomensniveaus terechtkomen. Dit patroon hebben we tijdens de grote recessie ook gezien. Voor de kwaliteit van het arbeidsaanbod en het welzijn van werkenden lijkt het efficiënter om de pijn van een recessie te verdelen. Twee richtingen zijn kansrijk: interne flexibiliteit waarbij werknemers minder gaan werken en er minder mensen worden ontslagen (deeltijd-WW), het oormerken van de transitievergoeding voor scholing (externe flexibiliteit) en het laten mee-ademen van werkloosheidsuitkeringen met de conjunctuur waardoor er macro-economisch een efficiëntere allocatie van vraag en aanbod tot stand komt. Beide maatregelen kunnen niet op de zeer korte termijn worden genomen, maar een deeltijd-WW zou qua uitvoering in de loop van 2021 wel tot de mogelijkheden behoren.

Aannemen van mensen

Een van de aarzelingen van bedrijven in crisistijd of wanneer er onzekerheid bestaat over de vraag naar goederen en diensten is het aannemen van mensen. Er zijn kosten gemoeid met het zoekproces en ook het aannemen van nieuwe mensen kost tijd en geld. Een beleidsoptie is om het aannemen van nieuwe medewerkers aantrekkelijker te maken met een tijdelijke aannamesubsidie om de vraag naar arbeid te verhogen.

Cahuc et al. (2019) vinden dat een aannamesubsidie in Frankrijk gericht op kleine bedrijven tijdens de grote recessie een positief effect heeft gehad op de werkgelegenheid zonder dat de lonen sterk stegen. Het beleid dat werd gevoerd in 2009 was tijdelijk, gericht op kleine bedrijven en op banen met rigide en relatief lage lonen. De impact van het aannamesubsidie was direct waarneembaar,

omdat de werkgelegenheid drie maanden na de invoering van de aannamesubsidie begon te stijgen. De ontwikkeling van de gewerkte uren is vergelijkbaar met die van de werkloosheid, wat betekent dat bedrijven nieuwe werknemers die met de aannamesubsidie zijn aangenomen niet slechts de zittende werknemers hebben vervangen. De bruto kosten van de subsidie bedragen ongeveer een kwart van het jaarsalaris van een werknemer die op deze wijze aan het werk is gekomen. Als de reductie van kosten door een geringer aantal uitkeringen wordt meegerekend is het beleid kosten-neutraal.

Een belangrijke voorwaarde voor het succes van dit beleid was dat aannamesubsidies voor nieuwe banen gelden en voor een beperkte periode (bij aanvang van een nieuwe baan). Deze aannamesubsidies zijn eenmalig, terwijl er ook permanente aannamesubsidies bestaan.¹⁴ Door tijdelijk en net als in Frankrijk bijvoorbeeld een kwart van de kosten van een nieuwe baan over te nemen kan werkgelegenheid worden gestimuleerd.

Zoekgedrag verbeteren

Het zoekgedrag van werkenden die hun baan verliezen is niet altijd optimaal. Door een verplichte zoekperiode in te stellen alvorens aanspraak kan worden gemaakt op een uitkering worden mensen aangezet om beter te zoeken. Dat kan leiden tot het vinden van een baan, vooral voor kansrijke werklozen. Deze baan past vaak beter bij de voorkeuren en vaardigheden dan wanneer vanuit een uitkering min of meer iedere baan moet worden geaccepteerd. Het kan ook leiden tot ontmoediging om een uitkering aan te vragen vanwege complexiteit. Hierdoor kunnen mensen die minder kansrijk zijn in de problemen raken. Bolhaar et al. (2019) laten zien dat het eerste effect domineert. Zij analyseren Amsterdamse data uit de periode 2012-2013 (een crisisperiode op de arbeidsmarkt) waaruit blijkt dat veel uitkeringsgerechtigden sneller een baan vinden na het instellen van een verplichte zoekperiode.

Een andere manier om mensen weer aan het werk te helpen is door meer *face-to-face* bemiddeling van het UWV. Koning (2009), Heyma & Van der Werff (2014) en De Koning et al. (2015) vinden dat intensieve dienstverlening door het UWV leidt tot een hogere uitstroom uit uitkeringen. De extra aandacht en intensievere begeleiding leiden tot een hogere baankans waardoor uitkeringskosten worden bespaard, terwijl de kosten van de maatregel relatief gering zijn.

Scholing

Scholingsprogramma's verhogen de kwaliteit van het arbeidsaanbod. Vooral voor werklozen met een grote kans om langdurig aan de kant te staan zijn deze programma's effectief. De reden is dat het insluitingseffecten voorkomt, omdat werklozen die deelnemen aan scholing niet zoeken of niet beschikbaar zijn voor werk. Op korte termijn leidt scholing dus tot een hogere kans op werkloosheid, maar op langere termijn tot een hogere kans op werk (Kluve, 2010). In een recessie is de kans op langdurige werkloosheid groter en daarmee zijn scholingsprogramma's effectiever.

Twee beleidsopties zijn in de huidige crisis aantrekkelijk voor mensen die hun baan zijn verloren (externe mobiliteit) of dreigen te verliezen (interne mobiliteit). De eerste is het inzetten van het

¹⁴ Permanente aannamesubsidies kunnen ofwel onafhankelijk van de duur van een contract gelden of anticyclisch van aard zijn (hoger in recessies). Neumark & Grijalva (2017) laten zien dat twee derde van de aannamesubsidies in de Verenigde Staten permanent zijn. Hierdoor veranderen de (verwachte) lonen waardoor de kosten van het beleid hoger zijn en de effectiviteit geringer.

instrument deeltijd-WW met verplichte scholing voor werknemers die hun baan dreigen te verliezen. Er bestaan twee verschillende visies op de deeltijd-WW. In de micro-economische visie wordt de deeltijd-WW gezien als een regeling die bedrijven en werknemers in staat stelt om bedrijfsspecifiek kapitaal te behouden en interne mobiliteit en inzetbaarheid te verhogen. Dit argument past bij de regelingen die het kabinet heeft ingevoerd als het gaat om het behoud van werk. In de macro-economische visie is de invoering van de deeltijd-WW juist schadelijk, omdat de regeling het proces van creatieve vernietiging van bedrijven en arbeidsmobiliteit tegenhoudt. Bedrijven die in de problemen komen zijn volgens macro-economen niet levensvatbaar op de langere termijn en worden gedwongen de deuren te sluiten. Als gevolg van een gedwongen lockdown van een aantal sectoren lijkt dit argument minder valide in de huidige situatie, al moet wel in ogenschouw worden genomen dat deeltijd-WW ook kan leiden tot een te grote afname van het aantal gewerkte uren op kosten van de samenleving en het de kansen van outsiders te veel reduceert (Cahuc & Carcillo, 2011).

De tweede optie is om de transitievergoeding die mensen die hun baan zijn verloren ontvangen te oormerken als scholingsbudget. De transitievergoeding is nu vormgegeven als een ontslagvergoeding. Ontslagen werknemers zijn vrij om dit geld te besteden, terwijl het doel is om de transitie van werk naar werk te maken. Deelen et al. (2018) laten zien dat van-werk-naar-werkbegeleiding en scholing de baanvindkansen verhogen van mensen die hun baan verliezen als gevolg van faillissementen. Door werknemers te verplichten (een deel van) de transitievergoeding in te zetten voor hun duurzame inzetbaarheid daalt de werkloosheid. Invoering van dit type beleid vergt aanpassing van de huidige wet- en regelgeving.

Anticyclische werkloosheidsuitkeringen

De optimale lengte van werkloosheidsuitkeringen is hoger in tijden van crises (Lalive et al., 2015 en Landaïs et al., 2018). Als de arbeidsmarkt zeer ruim is, is de kans op het vinden van een baan gegeven de zoekintensiteit lager dan wanneer de arbeidsmarkt krap is. Bij een sterk oplopende werkloosheid en een dalend aantal vacatures is dat het geval, omdat er dan veel mensen op zoek zijn terwijl er relatief slechts weinig kansen op het vinden van een baan zijn. Het verlengen van de uitkeringsperiode leidt daarom tot een hogere arbeidsmarktspanning, omdat er minder intensief wordt gezocht door bepaalde groepen, vooral de groepen voor wie de uitkering nog een tijdje loopt. Hierbij moet de balans tussen de prikkel om weer aan de slag te gaan en het verzekeren van het inkomen (wat gezien de risico-aversie van werknemers en de voorkeur voor het uitsmeren van consumptie belangrijk is) wel in de gaten worden gehouden. Macro-economisch gezien is het verlengen van de uitkeringsperiode daarom minder verstorend dan het op basis van micro-economische studies lijkt als de economie wordt gekenmerkt door vraaguitval.

Het anticyclisch verlengen/verkorten van uitkeringsperiodes bij werkloosheid lijkt dus een efficiënte manier om het evenwicht tussen vraag en aanbod te verbeteren (Chetty, 2006). Zo kan de werkloosheidsuitkering bijvoorbeeld een opwaartse druk op de lonen uitoefenen door de *outside option* van werklozen te verhogen, waardoor het openstellen van banen door bedrijven wordt ontmoedigd. In dat geval verhoogt de werkloosheidsuitkering de werkloosheid meer dan op basis van individueel zoekgedrag mag worden verwacht en zal de uitkering moeten dalen. De arbeidsmarkt opereert soms echter ook als een ratrace: bedrijven bieden op korte termijn een vast aantal banen aan en werkzoekenden staan als het ware in de rij voor deze banen. Een werkzoekende die zijn/haar zoekinspanning op dat moment vermindert, vindt minder snel een baan, maar door achteraan in de rij te gaan staan, verbetert hij/zij de werkvooruitzichten van de werkzoekenden die hem/haar nu voorgaan. Hoewel de uitkering nu werkt als een ontmoediging om een baan te zoeken, leidt het

tot een minder hoge stijging van de werkloosheid dan op basis van individueel zoekgedrag mag worden verwacht. Vooral in tijden van crises zorgt dit voor een betere allocatie van vraag en aanbod. Andere landen kennen dit soort regelingen, invoering vergt aanpassingen van wet- en regelgeving en ook onderzoek naar de optimale lengte van uitkeringen in verschillende fases van de economische cyclus.

4.2 Fysiek kapitaal

Hysteresis kan ook optreden bij fysiek kapitaal, doordat er onvoldoende vernieuwing is van de kapitaalgoederen waarmee wordt geproduceerd. We bespreken de belangrijkste mechanismen uit de economische literatuur die tot hysteresis bij fysiek kapitaal kunnen leiden en relateren deze aan verschillende beleidsinstrumenten en de (verwachte of bewezen) effectiviteit daarvan in de huidige situatie.

Drie kenmerken van investeringsbeslissingen zijn van belang. Ten eerste brengt een investering bijna per definitie verzonken kosten met zich mee, kosten die niet kunnen worden terugverdiend als een bedrijf of huishouden de actie op een later tijdstip wil terugdraaien. Ten tweede bestaat in de economische omgeving voortdurende onzekerheid en komt de informatie geleidelijk aan beschikbaar. Als het economische sentiment lang negatief blijft, kan dit leiden tot een neerwaartse spiraal van investeringen. Ten slotte verdwijnt een investeringsmogelijkheid over het algemeen niet als deze niet onmiddellijk wordt benut (bijvoorbeeld het volgen van een opleiding, het aanschaffen van een nieuwe machine of het bouwen van een nieuwe productielocatie); de beslissing is niet alleen om te investeren, maar ook wanneer te investeren. In een langdurige crisissituatie kan deze beslissing lang vooruit worden geschoven. De kwalitatieve implicatie is dat als deze drie voorwaarden aanwezig zijn, afwachten een positieve waarde heeft. Tijd komt immers met meer informatie over de toekomstige vooruitzichten van de economie en het rendement op individuele investeringen. Zolang de mogelijkheid om te investeren beschikbaar blijft, kan een uitgestelde beslissing een betere zijn. En omdat er verzonken kosten zijn, loont het niet altijd om zelf actie te ondernemen en deze later te moeten wijzigen. Zeker niet in tijden van crisis.

Tijdelijke effecten

Labour hoarding kan een verklaring zijn voor tijdelijke negatieve effecten van de coronacrisis op de productiviteit. In de grote recessie was dat een belangrijke reden waarom de werkloosheid aanvankelijk langzaam opliep (De Jong, 2011). Werkgevers houden hun personeel zoveel mogelijk aan als zij worden geconfronteerd met een dalende vraag naar hun producten, als zij verwachten dat deze daling van korte duur zal zijn en als zij bezorgd zijn over het feit dat zij bij herstel van de vraag geen geschikte geschoolde werknemers kunnen vinden.

Een andere reden voor *labour hoarding* van (inactieve) werknemers kan zijn dat bedrijven het ontslaan van werknemers (aanvankelijk) te kostbaar achten vanwege contractuele ontslagvergoedingen of arbeidsmarktregels. Met de zeer krappe arbeidsmarkt van eind 2019 nog in het achterhoofd, en het perspectief op een op middellange termijn traag toenemend arbeidsaanbod als gevolg van de vergrijzing op de Nederlandse arbeidsmarkt, kan dit een krachtige prikkel zijn voor werkgevers om het eigen personeel zoveel mogelijk te willen vasthouden. Als de productie daalt door de contactbeperkende maatregelen en vraaguitval uit andere sectoren en afzetmarkten, terwijl de formatie min of meer op peil blijft, daalt de arbeidsproductiviteit.

Beide argumenten om arbeid te willen vasthouden zijn waarschijnlijk valide. Een manier om zoekkosten te vermijden als de economie weer aantrekt en ervoor te zorgen dat de kosten van werkloosheid niet in grote mate terechtkomen bij bijvoorbeeld jongeren, mensen met een tijdelijk contract of zelfstandig ondernemers is het tijdelijk verlagen van loonkosten. Dat kan via een verzoek om tijdelijk de lonen te laten dalen, maar ook door tijdelijk premiebetalingen op te schorten. Voor het eerste bestaan geen mogelijkheden voor de overheid en het leidt mogelijk tot een verdere daling van de consumptie, het tweede kan door de overheid worden gefaciliteerd.

Permanente effecten

Andere mechanismen hebben een langduriger effect op de productiviteit. Berekeningen van het CPB (2020d) wijzen erop dat als de huidige fase van de coronacrisis zes maanden duurt, een substantieel deel van het Nederlandse bedrijfsleven ondanks de steunpakketten, een problematische solvabiliteitspositie zal kennen. Dat zal leiden tot minder toegang tot externe financiering, zeker voor het mkb dat vrijwel volledig afhankelijk is van bankfinanciering. Lagere investeringen in fysiek of menselijk kapitaal of in R&D kunnen de productiviteit op lange termijn verminderen. Blijvende effecten kunnen het gevolg zijn van permanente veranderingen in een van de drie productiefactoren: de kwaliteit of kwantiteit van de arbeidskrachten, de kwantiteit van het aangewende kapitaal of het niveau van de (totale factor-)productiviteit. Op de kwantiteit en kwaliteit van menselijk kapitaal ging de vorige sectie in.

De kapitaalvoorraad daalt door lagere investeringen als gevolg van de coronacrisis. Deze investeringsdalingen kunnen om verschillende redenen optreden. Tijdens een crisis stijgt de prijs van het risico sterk, evenals de mate van onzekerheid. Aan de andere kant dalen de verwachtingen voor toekomstige output. Deze drie factoren verminderen de prikkel om in kapitaal te investeren. Andere factoren die investeringen door bedrijven nadelig kunnen beïnvloeden via het bankkanaal (zie ook paragraaf 4.3) zijn strengere leennormen van banken, en lagere bedrijfswinsten en lagere activaprijzen die de bedrijfsbalansen verzwakken en de waarde van het onderpand van bedrijven verminderen (Abiad et al., 2013). Deze factoren kunnen bijdragen aan lagere investeringen in fysiek kapitaal, en lagere uitgaven aan interne opleiding en onderzoek en ontwikkeling. Doordat bedrijven met beperkte toegang tot krediet juist de langetermijninvesteringen die een relatief groot effect hebben op productiviteit (disproportioneel) terugschroeven in een crisis ontstaat er ook een negatief effect op de langetermijnproductiviteit (Aghion et al., 2010). Dit effect loopt dus via de omvang en samenstelling van de kapitaalgoederenvoorraad.

Andere mechanismen zijn direct van invloed op de technologische ontwikkeling. De meeste empirie duidt erop dat de hoeveelheid tijd en middelen die aan innovatie worden besteed tijdens een economische neergang wordt verminderd (Van Ophem et al., 2019). Hier kan een vergelijkbaar mechanisme spelen als bij fysiek kapitaal, namelijk dat *credit-constrained* bedrijven hun uitgaven aan R&D sterk terugschroeven tijdens een crisis, en dit na herstel van de economie niet meer inlopen, met een negatief effect op de langetermijnproductiviteit (Aghion et al., 2012).

Er zijn ook factoren die hier tegenin werken, bijvoorbeeld doordat het hogere tempo van exit van bedrijven in tijden van crisis de efficiëntie verbetert door creatieve destructie (Schumpeter, 1942). Dit kan een positief effect hebben op de productiviteit op langere termijn. Er zijn echter ook studies die erop wijzen dat het tegendeel het geval kan zijn: in tijden van crisis kunnen minder innovatieve zogenaamde zombiebedrijven worden ondersteund door banken die (nog) niet willen af-

schrijven op bestaande leningen, terwijl nieuwe bedrijven die nieuwe technologie of bedrijfsmethoden gebruiken en nieuwe producten creëren niet het krediet krijgen dat ze nodig hebben (Caballero et al., 2008; Millard & Nicolae, 2012). Andere studies stellen dat een toenemend aantal faillissementen van bedrijven tijdens een crisis leidt tot verlies van productief kapitaal omdat fabrieken permanent worden gesloten (Ohanian, 2001).

Het optuigen van een groeifonds om innovatie aan te jagen klinkt aantrekkelijk, maar heeft met dezelfde afweging te maken (Box 4.1). Bovendien is het voor de overheid moeilijk om te bepalen in welke proposities moet worden geïnvesteerd en is het aantal projecten met een rendement dat net beneden marktconform ligt waarschijnlijk beperkt. Een bijkomend probleem is dat versneld investeren in transitie op korte termijn de crisis verergert (zie ook hoofdstuk 5).

Overwegend is er dus het risico van lagere productiviteit op korte en lange termijn, vooral als gevolg van lagere (fysieke) investeringen en minder uitgaven aan R&D door *credit-constrained* bedrijven. Een tijdelijke intensivering van overheidssteuning gericht op dit soort investeringen en bedrijven, kan helpen de productiviteitsdaling te beperken, mits de interventie effectief is. Wat weten we over de effectiviteit van de verschillende bestaande regelingen gericht op investeringen en R&D? We onderscheiden verschillende typen interventies: direct gericht op het ondersteunen van bedrijfsinvesteringen respectievelijk R&D en indirect gericht op het faciliteren van (bank)financiering voor bedrijven.

Box 4.1 Mogelijkheden voor een groeifonds en groene innovaties

Groeifonds

Een 'groeifonds' dat investeert in verdienvermogen en het verhogen van de productiviteit is een beleidsvoornemen dat dateert van voor de Coronacrisis. Het verhogen van de productiviteit staat immers al geruime tijd op de beleidsagenda. Dit is overigens niet eenvoudig. Nederland is een van de meest productieve landen ter wereld. Opereren aan de efficiënt frontier heeft als nadeel dat voor groei de technologische grens naar buiten verschoven moet worden.

Roelandt et al. (2019) beschouwen verklaringen voor de ontwikkeling van de Nederlandse productiviteit. Zij stellen dat er weinig indicaties zijn dat beperkte marktdynamiek of haperende kennisdiffusie de productiviteitsgroei remt. Er is sprake van een 'normale' marktdynamiek waarin koplopers de efficiënt frontier naar buiten schuiven en volgers hun achterstand inlopen of hier niet in slagen en dus van de markt verdwijnen. In plaats hiervan zien Roelandt et al. (2019) dat het grote aantal zzp'ers een negatief effect op de productiviteit heeft gehad, hoewel dat door ander onderzoek niet bevestigd wordt (zie Adema en van Tilburg, 2019). Toekomstige groei moet komen van institutionele vernieuwing en investeringen in sleuteltechnologieën en andere innovaties (door koplopers) die de productieve grens verder naar buiten duwen.

De analyse van Roelandt et al. (2019) werpt een aantal problemen op voor een groeifonds in crisistijd. Stimulering van productiviteitsgroei zal niet alleen zorgen voor koplopers, maar ook een groep bedrijven die de groei niet kunnen bijbenen en dus van de markt verdwijnen. In 'normale tijden' is dit gewenste creatieve destructie, maar in crisistijd is dit mogelijk 'ongewenste (extra) werkloosheid'. Een vergelijkbaar probleem ontstaat met betrekking tot zzp'ers. Institutionele vernieuwing kan bijdragen aan meer productiviteitsgroei, maar gaat ook gepaard met (tijdelijke) fricties op de arbeidsmarkt die in crisistijd mogelijk liever voorkomen worden. Ten slotte wijzen Roelandt et al. (2019) op de cruciale rol van investeringen in nieuwe sleuteltechnologieën en/of andere innovaties. Ervan uitgaande dat het fonds leent aan een private partij kan dit tegen een lagere dan marktconforme rente, vanwege het ontbreken van een winstoogmerk bij het fonds. Het aantal private projecten met een positieve mkba dat hierdoor rendabel wordt, is naar verwachting beperkt. Projecten die al rendabel zijn, hoeven niet door het fonds gefinancierd te worden. De vraag is of het niet doelmatiger is het bestaande innovatie-instrumentarium te intensiveren dan een nieuw fonds op te tuigen.

Groene innovatie

De keuze voor elektriciteitsopwekking met een hoge of lage CO₂-uitstoot wordt primair gedreven door technologische keuzes (Aalbers, Shestalova & Kocsis, 2012). De sleutel tot een lagere CO₂-uitstoot ligt dan ook bij technologische vernieuwing. Deze technologische vernieuwing hangt af van prijsverschillen, zo leiden hoge brandstofprijzen tot minder investeringen in vervuilende technologieën en tot meer investeringen in schone technologieën (Aghion et al., 2016). Gezien het feit dat de meeste lage-uitstoottechnologieën beduidend duurder zijn dan hoge-uitstoottechnologieën, zijn er kostenverlagende schone technologische innovaties nodig (Acemoglu, Aghion, Bursztyn & Hémous, 2012; Aalbers et al., 2012). De markt investeert niet optimaal in schone innovaties omdat de kosten te hoog zijn en de terugverdientijd te lang is. Zonder overheidsingrijpen zal de transitie dus of te duur zijn of te laat plaatsvinden (Aalbers et al., 2012). Wel zijn er nog veel onzekerheden over welke technologie het meest rendabel zal zijn in 2050 (Blanford, Aalbers, Bollen & Folmer, 2015). Onderzoek laat wel zien dat investeringen in windenergie kansrijk zijn. Vanuit dat oogpunt gaat Nederland al de goede kant op in de transitie naar schonere energie, aan de hand van schone technologische innovaties. (Blanford et al., 2015).

De rol van de overheid bij het stimuleren van schone innovaties is tijdelijk (Acemoglu et al., 2012). Zodra de schone technologieën zich voldoende hebben ontwikkeld en de vereiste marktomvang hebben bereikt, zullen innovaties in het algemeen gericht zijn op de schone energiemarkt. Daar is dan geen subsidie van de overheid voor nodig. De subsidie is wel nodig om de markt zich tot zodanige omvang te laten ontwikkelen. Optimaal beleid bestaat uit het invoeren van een CO₂-belasting om de huidige uitstoot te beperken, en het verstrekken van onderzoeksubsidies voor schone technologische innovaties. Een belangrijke notie is dat de CO₂-belasting een onderschikte rol heeft in de beleidsmix, gezien de grote marktverstoringen die deze met zich meebrengt (Acemoglu et al., 2012). Het is van belang om dit beleid snel in te voeren, want wachten leidt tot hogere kosten, omdat de te maken sprong dan steeds groter wordt. Daarnaast is er bewijs dat bedrijven veelal investeren in hetgeen waar zij ervaring mee hebben, dus bedrijven met veel investeringen in vervuilende (schone) technologieën zijn minder geneigd om in schone (vervuilende) technologieën te gaan investeren (Aghion et al., 2016). Om deze vervuilende bedrijven te laten investeren in schone technologieën, is het wenselijk om de transitie snel te maken, waarna zij ook meer zullen blijven investeren in schone technologieën.

De conclusie is dat overheidsbeleid het marktfalen voor schone innovaties kan oplossen, aan de hand van onderzoeksubsidies en (beperkt gebruik van) een CO₂-belasting. Dit beleid is tijdelijk, na transitie is stimulering niet meer nodig. Op de lange termijn neemt de welvaart toe met schone innovaties. Het is daarom belangrijk dat dit beleid vroeg wordt ingezet, omdat anders de achterstand te groot wordt, wat leidt tot nog hogere kosten.

Vanuit dit perspectief ligt het voor de hand staand beleid op dit gebied door te zetten. Omdat de kosten van deze transitie tijdens een recessie extra zwaar zullen vallen, wat ook ten koste gaat van de werkgelegenheid, leidt een intensivering van dat beleid tot een verdieping van de crisis.

Bron: SEO Economisch Onderzoek (2020)

Beleid gericht op directe (fiscale) ondersteuning van bedrijfsinvesteringen

Tijdelijke willekeurige afschrijving

In de jaren na de financiële crisis (2009-2011) gold in Nederland de regeling tijdelijke willekeurige afschrijving bedrijfsmiddelen (TWA), bedoeld om investeringen in deze bedrijfsmiddelen te stimuleren door de fiscale aftrekbaarheid van afschrijvingen te vergroten. De regeling voorzag in flexibiliteit doordat bedrijven zowel afschrijvingen konden versnellen als konden uitstellen. Een evaluatie van de effecten van deze regeling (Wielhouwer & Wiersma, 2017) suggereert een positief effect op de investeringen in activa die in aanmerking komen voor discretionaire afschrijving voor bedrijven met het hoogste marginale belastingtarief. Bij bedrijven met een lager marginaal tarief verdringen deze extra investeringen de investeringen in activa die niet in aanmerking komen voor willekeurige afschrijving en is er dus per saldo alleen een effect op de samenstelling van de investeringen. Als de maatregel richting meer innovatieve investeringen prikkelt, kan dit op lange termijn een gunstig effect op de productiviteit hebben. Uit de analyse blijkt dat bedrijven afschrijvingen uitstellen wanneer zij met verliezen of overgedragen verliezen worden geconfronteerd, of om het belastbare inkomen onder het progressieve belastingstelsel af te vlakken. Kanttekening is wel dat het hier

om een beperkte steekproef van 325 bedrijven uit voornamelijk de agrarische sector ging, zodat niet zeker is dat het gemeten effect representatief is voor alle bedrijven.

Het IMF (2020b) stelt dat tijdelijke versnelde afschrijvingen in een crisissituatie het meest kosten-effectief zijn. Tijdelijke belastingmaatregelen prikkelen bedrijven om hun voordeel te doen met de tijdelijke kans op belastingvoordeel, bijvoorbeeld door hun investeringsplan naar voren te halen. Dit effect treedt minder sterk op bij een permanente maatregel. Het IMF (2020b) ziet het doel van een tijdelijke maatregel gericht op investeringen dan vooral als anticyclische fiscale stimulering, en minder als een instrument gericht op langetermijngroei. Versnelde afschrijvingen zijn handig omdat ze de grondslag verminderen. Het IMF (2020b) stelt dat meer effect te verwachten is van het verminderen van de grondslag dan van het tarief, onder andere omdat tariefverminderingen geen effect hebben op bedrijven in een verliespositie en vooral een baat genereren op basis van de reeds bestaande kapitaalvoorraad. Versnelde afschrijvingen daarentegen mikken juist expliciet op nieuwe investeringen, en bieden via (bestaande of verruimde) verliesverrekening ook voordeel voor bedrijven die pas in de toekomst weer winstgevend zijn. Het IMF (2020b) stelt dat met name investeringen in activa met een relatief lange levensduur gevoelig zijn voor stimulering via tijdelijke versnelde afschrijvingsmogelijkheden. Voor zulke investeringen is de waarde van het kapitaal maar beperkt gevoelig voor marginale verschuivingen in de timing van de investering, terwijl de baat van versnelde afschrijvingen significant is. Dit geldt niet voor investeringen in activa met een korte levensduur. Kleine bedrijven lijken sterker te reageren dan het grootbedrijf. In crisisjaren is de elasticiteit gemiddeld lager, met name door onzekerheid over de toekomst. Bedrijven die jaarlijks investeringen doen (meestal kapitaalintensieve bedrijven) reageren op de belastingprikkel, maar bedrijven die nog geen investeringsplannen hadden niet. In niet-crisistijd reageren beide typen bedrijven wel op de prikkel.

In de Verenigde Staten is het effect van een programma voor bonusafschrijving op de investeringen geëvalueerd in diverse onderzoeken. House & Shapiro (2008) vonden een klein positief effect van bonusafschrijving op het investeringsniveau, terwijl de studie van Hulse & Livingstone (2010) gemengde resultaten opleverde. Een mogelijke verklaring voor het feit dat dergelijke programma's niet succesvoller waren, is dat deze fiscale stimuleringsprogramma's vaak worden geïnitieerd als bedrijven een lage kasstroom hebben, waardoor ze niet altijd van de extra belastingvoordelen gebruik kunnen maken (Edgerton, 2010). De mogelijkheid tot versneld afschrijven is bovendien niet interessant voor bedrijven die geen winst maken. Ook kan het effect kleiner zijn omdat investeringen in andere activa die niet in de categorieën van het programma vallen, worden verdrongen (Huston 2010). Alles overziend lijken de effecten van de bonusafschrijvingsregel in de Verenigde Staten beperkt positief.¹⁵

Een fiscaal instrument dat (tijdelijk) de mogelijkheid geeft om versneld af te schrijven op activa of afschrijvingen juist uit te stellen kan helpen om een investeringsdip als gevolg van de crisis te beperken. Het beschikbare onderzoek suggereert een positief effect op de investeringen. Het ligt voor de hand om deze flexibiliteit primair te richten op *credit-constrained* bedrijven in het mkb, gegeven het feit dat vooral deze bedrijven hun langetermijninvesteringen terugschroeven als hun externe financiering opdroogt (Aghion et al., 2010). Kanttekening is wel dat het beschikbare onderzoek

¹⁵ Het IMF (2020b) wijst op analyses van versnelde afschrijvingen in de Verenigde Staten die duiden op een kortetermijnelasticiteit van tussen de 6 en 14. Voor kleine open economieën ligt de elasticiteit waarschijnlijk aan de bovenrand van dit interval, omdat de groei in investeringen weinig invloed kan uitoefenen op de reële kapitaalkosten.

voor Nederland laat zien dat juist voor deze groep bedrijven met lagere marginale tarieven de effectiviteit kleiner is.

Aftrekposten en tax credits

Aftrekposten en *tax credits* voor investeringen kunnen investeringen aantrekkelijker maken. Een aftrekpost verlaagt de heffingsgrondslag, terwijl een *tax credit* een directe korting geeft over de verschuldigde belasting.¹⁶ De logica voor de inzet van zulke middelen is identiek aan die van versnelde/verruimde afschrijvingsmogelijkheden in de zin dat versnelde/verruimde afschrijvingen effectief een aftrekpost vormen.

Gelet op de stelling van het IMF (2020b) dat versnelde afschrijvingen in crisistijd het meest kostenefficiënte middel zijn om investeringen te stimuleren, is het de vraag in hoeverre aanvullende aftrekposten en *tax credits* te rechtvaardigen zijn – zeker op het moment dat willekeurige/verruimde afschrijvingen zouden worden ingezet. Praktisch is het verstandig een ‘wildgroei’ aan instrumenten te voorkomen. De internationale literatuur is overwegend positief over de effecten van willekeurige afschrijvingen, terwijl er betrekkelijk weinig bekend is over de effecten van aftrekposten en/of *tax credits* op investeringen in vaste activa.¹⁷ Specifiek voor Nederland is het vooralsnog niet mogelijk gebleken een goede effectmeting van de Kleinschaligheidsinvesteringsaftrek (KIA) uit te voeren (zie Ter Weel et al., 2017). De Wet op de Investeringsrekening is eind jaren ‘80 afgeschaft omdat deze ondoelmatig was in de zin dat er sprake was van veel oneigenlijk gebruik. Aanvullende aftrekposten en/of *tax credits* lijken hiermee minder effectief op het moment dat gekozen zou worden voor een tijdelijke verruiming van afschrijvingsmogelijkheden.

Verlagen van het vpb-tarief

Djankov et al. (2010) laten zien dat er een samenhang is tussen het effectieve Vpb-tarief en investeringen. Het statutaire tarief maakt uit voor het effectieve tarief, en van een verlaging van het statutaire tarief is een effect op investeringen te verwachten.

Er is een aantal kanttekeningen. Djankov et al. (2010) constateren dat de relatie tussen het effectieve Vpb-tarief en investeringen vooral opgaat voor de maakindustrie, en niet voor de dienstensector. Dit beperkt de effectiviteit van een verlaging van het tarief in de Nederlandse economie die voor een groot deel bestaat uit diensten. Daarbij zijn er ook andere middelen om het effectieve tarief te drukken dan een verlaging van het statutaire tarief (e.g., versnelde/verruimde afschrijving, aftrekposten of *tax credits*). Hierboven is reeds gewezen op de stelling van het IMF (2020b) dat van een verlaging van de grondslag een groter effect verwacht mag worden dan van een verlaging van het Vpb-tarief. Een verlaging van het Vpb-tarief raakt vooral de bestaande kapitaalvoorraad en geeft daarmee een kleinere prikkel tot nieuwe investeringen dan een instrument dat expliciet een baat genereert bij nieuwe investeringen. Bovendien is het de vraag in hoeverre de overheid in staat is om het tarief tijdelijk te verlagen en het later weer te verhogen en hoe bedrijven daarop reageren. Er zijn dus meer doelmatige middelen om investeringen aan te jagen dan het verlagen van het Vpb-tarief.

¹⁶ Bij dezelfde nominale omvang heeft een *tax credit* een groter effect op de winst na belastingen dan een aftrekpost. Dit kan in principe gecorrigeerd worden door de nominale omvang van de aftrekpost groter te maken dan de omvang van de *tax credit*.

¹⁷ Over *tax credits* in relatie tot R&D is meer bekend, zie hieronder.

Uitbreiden achterwaartse verliesverrekening winstbelasting

De OESO (2020) noemt het uitbreiden van achterwaartse verliesverrekening (periode en plafonds) een mogelijkheid om de liquiditeit van bedrijven te ondersteunen, en een investeringsdip te beperken. Zij wijst erop dat achterwaartse verliesverrekening anticyclisch is. Een tweede belangrijk voordeel is dat de achterwaartse verliesverrekening vooral bedrijven raakt die dit jaar verlieslatend zijn, in tegenstelling tot bijvoorbeeld maatregelen als het verlagen van belastingtarieven. Op zeer korte termijn biedt achterwaartse verliesverrekening echter weinig voordeel, omdat er een belastingaanslag over 2020 voor nodig is. De Belastingdienst heeft dit in Nederland opgelost door de vorming van een ‘coronareserve’ over 2019 toe te staan. Dit biedt direct liquiditeit voor het jaar 2020, maar heeft geen gevolgen voor latere jaren. Naarmate de crisis langer duurt kan een tijdelijke uitbreiding van de achterwaartse verliesverrekening effectief zijn.

De OESO (2020) merkt op dat uitbreiding van voorwaartse verliesverrekening een kleiner direct heeft dan achterwaartse verliesverrekening aangezien eventuele belastingvoordelen pas gerealiseerd kunnen worden als (en of) het bedrijf weer winst maakt. Mogelijk kan hier wel een investeringsprikkel van uitgaan. Voor de Nederlandse context is een kanttekening dat de voorwaartse verliesverrekening onlangs juist is ingekort om de ‘subsidie’ aan langdurig verlieslatende ondernemingen te beperken. De OESO (2020) merkt dan ook terecht op dat verruiming van de verliesverrekening niet moet zorgen voor een ‘stuwmeer’ aan bedrijven die bij normalisering van de fiscaliteit opnieuw in de problemen komen. Dit pleit voor een *tijdelijke* uitbreiding waarvan op voorhand ook duidelijk is wanneer deze weer teruggedraaid gaat worden. Dit biedt bedrijven nu lucht, maar stelt ze ook in staat te anticiperen op de toekomst.

Fiscaal beleid gericht op bedrijfsinvesteringen starters en kleine ondernemingen

Regelingen die (tijdelijk) uitgebreid zouden kunnen worden om de investeringsdip bij starters te dempen zijn de startersaftrek (SA) en de willekeurige afschrijving starters (WAS). Beide zijn onlangs geëvalueerd, maar er waren onvoldoende data om een kwantitatieve effectmeting te doen (Ter Weel et al., 2017). Anderzijds is de evaluatie van de generieke tijdelijke uitbreiding van de willekeurige afschrijving redelijk positief (zie hiervoor). Ook het argument dat juist starters kunnen bijdragen aan creatieve destructie en het beperken van zombificatie (zie ook Acharya et al., 2020) van bestaande bedrijven door nieuwe impulsen te geven pleit daarvoor. Ten slotte zou een tijdelijke uitbreiding van de Kleinschaligheids Investeringsaftrek (KIA) langs dezelfde lijn beargumenteerd kunnen worden. Ook voor deze regeling geldt dat er geen goede effectmeting uitgevoerd kon worden (Ter Weel et al., 2017) maar dat het kan niet uitgesloten is dat een verruiming van de aftrek juist in deze recessie aan de marge kleine bedrijven kan stimuleren om toch te investeren.

Beleid gericht op directe (fiscale) ondersteuning van R&D

Belastingfaciliteiten voor R&D zijn een veelgebruikt instrument om (op structurele basis) R&D te stimuleren. De Wet Bevordering Speur- en Ontwikkelingswerk (WBSO) doet dit in Nederland door een subsidie op de loonkosten van R&D-personeel. Uit verschillende evaluaties blijkt dat de WBSO effect sorteert, al lopen de schattingen van de omvang daarvan uiteen (zie bijvoorbeeld Cornet (2001); Cornet & Vroomen (2005)). De meest recente evaluatie van de WBSO (De Boer et al., 2019) concludeert: “In de evaluatieperiode 2011-2017 is de geschatte omvang van de korte termijn Bang For The Buck (BFTB) 0,7 en van de lange termijn 0,9. Dat betekent dat, als we sec naar de WBSO-deelnemers zelf kijken, iedere euro belastingkorting op de korte termijn naar schatting leidt tot 70 eurocent extra S&O-loonsom. Op de lange termijn is dat naar schatting 90 eurocent

per euro belastingkorting. Dit betekent dus dat 1 euro extra belastingkorting in totaal over een ‘oneindige periode’ naar schatting leidt tot 0,90 extra S&O-loonsom.”

In de internationale literatuur zijn meerdere meta-analyses van (fiscale) instrumenten ter stimulering van R&D uitgevoerd (zie bijvoorbeeld Gaillard-Ladinska et al., 2015 en Poschel, 2019). Gaillard-Ladinska et al. (2015) concluderen dat er over het algemeen een positief maar beperkt effect bestaat: *“Companies, generally, are not very responsive to tax incentives that reduce the costs of research and development (R&D). A 10% reduction in the costs of R&D as a result of tax benefits, on average, only leads to an increase in the companies’ R&D expenditure of 2%.”* Poschel (2019) concludeert dat de specifieke (fiscale) vormgeving van de stimulans ook bepalend is voor de effectiviteit.

Het mechanisme dat de R&D-uitgaven van *credit-constrained* bedrijven in een diepe recessie harder geraakt worden en op lange termijn de innovatie en productiviteit kunnen drukken (Aghion et al., 2012) zou een argument kunnen zijn om een zekere mate van anticyclischeit in te bouwen in de WBSO. Dat kan bijvoorbeeld door de percentages afdrachtvermindering in de eerste schijf (mkb) te verlengen, door het percentage te verhogen in een diepe recessie en weer te verlagen als de economie zich herstelt en deze bedrijven weer gemakkelijker toegang hebben tot externe financiering. Een dergelijke intensivering van de WBSO werkt via een vermindering van de te betalen loonbelasting direct door in de kaspositie van de betreffende ondernemingen met R&D-faciliteiten in Nederland. Deze maatregel is direct uitvoerbaar en heeft als voordeel dat het automatisch stabiliserend werkt. Aangezien de WBSO volgens de evaluaties (deels) effect sorteert op de R&D-inspanning, mag aangenomen worden dat een uitbreiding, juist bij slechte toegang tot externe financiering, ook doorwerkt op de innovatie-inspanning van bedrijven. Empirie uit Duitsland laat wel zien dat subsidie voor het mkb tijdens de grote recessie heeft geleid tot meer R&D, maar dat de effectiviteit van de subsidies kleiner was dan in andere (normale) jaren, waarschijnlijk door ander investeringsgedrag van bedrijven (Hud & Hussinger, 2015). Hoewel waarschijnlijk effectief is het dus wel mogelijk dat de effectiviteit van de intensivering minder groot is dan in normale jaren.

Beleid gericht op ondersteuning van (bank) financiering van ondernemingen

Zoals in het vorige hoofdstuk beschreven kan (tijdelijke) uitbreiding van regelingen als BMKB en de GO op korte termijn bijdragen aan de toegankelijkheid van bedrijfsfinanciering voor het (grotere) mkb. Ook de OESO (2014) concludeert dat kredietgaranties (tijdens de grote recessie) een positieve rol hebben gespeeld in het mobiliseren van kapitaal voor het mkb. Moral hazard van de overheidsgarantie bij bedrijven en financiers is wel een risico, en daarbij komt dat deze instrumenten zich richten op de toegang tot vreemd vermogen. Het structurele probleem zit voor een groot deel van het mkb echter in een te grote afhankelijkheid van bankfinanciering (zie ook Bijlsma et al., 2015). Op langere termijn ligt uitbreiding van instrumenten gericht op het vergroten van de toegang tot bankfinanciering dus niet voor de hand. In sommige gevallen zou het beter zijn als bedrijven hun eigen vermogen versterken, in plaats van met behulp van een zekerstelling meer vreemd vermogen aantrekken (zie paragraaf 4.4).

4.3 Risico's voor de financiële sector

De economische crisis als gevolg van de uitbraak van het coronavirus heeft geen oorsprong in de financiële sector (DNB, 2020). Dit is een groot verschil met de kredietcrisis, waar problemen in de financiële sector leidden tot grote economische malaise. De financiële sector is nu stabiel en

weerbaarder dan vlak voor de kredietcrisis en de daaropvolgende eurocrisis.¹⁸ Er bestaan niettemin wel risico's voor de financiële sector. Door omzetverlies of inkomensverlies dreigen bedrijven en huishoudens in betalingsproblemen te komen, wat nadelig is voor de leningenportefeuille van banken. Door de lagere kredietwaardigheid zou de kredietverlening ook kunnen stokken. Het aanpakken van deze risico's is effectief om een diepere recessie en een bankencrisis te voorkomen. Daarnaast zijn er risico's die voornamelijk op de lange termijn relevant zijn. Deels zijn dit nieuwe risico's en deels zijn dit reeds aanwezige risico's. In het laatste geval geldt dat deze risico's zijn toegenomen door de gevolgen van de pandemie. Het is belangrijk om te beseffen dat de nieuwe regelgeving voor de financiële sector na de financiële crisis en eurocrisis ook is bestemd voor dit soort risico's. Structurele risico's, die niet direct gerelateerd zijn aan Covid-19, staan beschreven in Bijlage A.

Hoger kredietrisico bedrijven

Risico's

Door de lagere kredietwaardigheid van bedrijven verslechteren de balansen van banken (DNB, 2020). Veel bedrijven hebben te maken met een omzetverlies waardoor zij minder goed in staat zijn om aan hun betalingsverplichtingen te doen. Hierdoor verslechtert de kwaliteit van leningen op de bankbalans. Omdat banken waarschijnlijk niet 100 procent van de leningportefeuille terug zullen krijgen, moeten zij extra voorzieningen aanhouden. Dit houdt in dat banken kapitaal opzij zetten, dat zij dus niet productief kunnen gebruiken om nieuwe leningen uit te geven. Verder zullen banken minder snel geneigd zijn om aan het bedrijfsleven geld uit te lenen, omdat de kredietwaardigheid van de bedrijven lager is.

Beleidsopties

Bedrijven moeten financieel ondersteund worden om betalingsproblemen te voorkomen, wat nu in Nederland ook gebeurt (IMF, 2020a). Hieronder valt ook het bieden van garanties aan voor leningen van banken aan het bedrijfsleven, ook dit gebeurt in Nederland al. Zo wordt de kredietwaardigheid van bedrijven gegarandeerd, lopen banken minder risico op hun leningen, hebben zij meer kapitaal beschikbaar en zijn ze sneller geneigd om nieuwe leningen aan te gaan. Effectief beleid beperkt ook de opbouw van grote risico's in de financiële sector. Het beleid zoals geschetst in hoofdstuk 3 kan hieraan bijdragen. Daarnaast is het verlenen van een betaalpauze een optie om bedrijven meer ruimte te geven. Deze betaalpauze wordt al aan een aantal consumenten verleend. Echter, *moral hazard* bij financiële instellingen en bedrijven vormt een risico. Financiële instellingen kunnen bijvoorbeeld meer risico's gaan nemen om huidige verliezen te compenseren. *Moral hazard* vergroot daarmee op termijn juist risico's, en blijft hierbij dus wel een aandachtspunt.

Het monetaire beleid van de Europese Centrale Bank, met name het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), draagt bij aan ruime financieringscondities. Dit houdt kredietkosten laag en is ook bedoeld om de kredietverlening te stimuleren. Dit komt bovenop het al ruime monetaire beleid onder het Asset Purchase Programme (APP). De ECB is dus zeer actief in het verruimen van de geldhoeveelheid en het versoepelen van financieringscondities.

¹⁸ Ten eerste, banken zijn sterker gekapitaliseerd dan voor de financiële crisis van 2007/2008 of de eurocrisis, wat betekent dat zij grotere buffers hebben om schokken op te vangen (CPB, 2020). Ten tweede, banken hebben minder slechte leningen (non-performing loans of NPL's) op de balans staan (Ari, Chen & Ratnovski, 2020). Ten derde, de regelgeving voor banken is aanzienlijk versterkt met Basel III. Ten vierde, overheden, centrale banken en toezichthouders hebben al ingegrepen, waardoor een deel van de (kortetermijn)risico's al aangepakt zijn. Ten vijfde, de verwevenheid van banken en overheden is niet substantieel verminderd sinds de eurocrisis (CPB, 2020).

Opbouw niet-presterende leningen (NPL's)

Risico's

De opbouw NPL's op de balansen van banken brengt veel risico's met zich mee. Door de betalingsproblemen bij bedrijven en huishoudens, kunnen banken niet redelijkerwijs verwachten dat bepaalde leningen volledig worden terugbetaald. Dit zijn zogenaamde slechte leningen, of NPL's. Banken zijn verplicht voorzieningen te treffen om de verliezen van NPL's op te vangen. Ook in goede tijden zijn er NPL's, dat is onderdeel van het bankwezen. Alleen is het financiële systeem niet goed voorbereid om NPL's op een dergelijk grote schaal aan te pakken (Grodzicki et al., 2015). Het kapitaal dat zij hiervoor moeten aanwenden, kunnen zij niet productief gebruiken om leningen te verstrekken. Ook dalen de boek- en marktwaarde van de bank, wat kan leiden tot hogere risico-premies op schuldpapier (CPB, 2020d).

NPL's zullen pas in de tweede helft van 2020 (middellange termijn) toenemen (Beck, 2020a). NPL's hebben altijd tijd nodig om op te bouwen, bij een aanhoudende recessie duurt het enkele maanden voordat bedrijven in betalingsproblemen komen. Het CPB (2020d) berekent dat het in de meeste sectoren twee tot drie maanden duurt voordat een bedrijf zijn rekeningen niet meer kan betalen. Voor bedrijven in de horeca is dat echter minder dan één maand in de huidige situatie. Het lijkt echter vrij zeker dat NPL's sterk zullen oplopen, zoals altijd gebeurt tijdens een recessie (ECB, 2020; Ari, Chen & Ratnovski, 2020). Gemiddeld stijgt het ratio NPL's naar totale leningen naar 20 procent tijdens een crisis. Ter vergelijking, het NPL-ratio van Nederland bedroeg 1,9 procent voor de coronacrisis.

Vooralsnog lijken NPL's geen groot probleem te worden voor Nederland, gezien het huidige lage percentage (1,9) en de beleidsmaatregelen om wanbetaling door consumenten of bedrijven te voorkomen. In het zware pandemiestresstestscenario van DNB (2020) blijkt ook dat Nederlandse banken voldoende gekapitaliseerd zijn. Echter, bij een grootschalige escalatie (*perfect storm*-scenario van DNB) kan het op termijn wel degelijk voor Nederland relevant worden, omdat het verlies aan kapitaal dan te groot is. De hoge kredietverliezen zorgen er in dat scenario voor dat banken hun rol als financieel intermediair niet goed meer kunnen vervullen. Een balansverkleining is dan een optie om de verliezen te beperken, maar dit zal gepaard gaan met een beperking voor de kredietverlening, wat het economisch herstel verder schaadt (DNB, 2020). Veel van de beleidsopties die hier uitgewerkt staan, richten zich op zo'n *perfect storm*-scenario voor Nederland. In andere Europese landen, met hogere NPL's, zou een dergelijk scenario eerder werkelijkheid kunnen worden.

Voor economisch herstel is het cruciaal dat NPL's worden aangepakt, zo blijkt uit onderzoek naar 88 financiële crises (Ari, Chen & Ratnovski, 2019). Snelle afhandeling van NPL's bevorderen economisch herstel, terwijl het niet aanpakken binnen afzienbare tijd grote negatieve gevolgen heeft (Ari et al., 2019; Balgova, Plekhanov & Skrzypinska, 2017). Bijkomend risico is dat de zwaarst getroffen landen, Italië en Spanje, ondanks een sterke afbouw nog steeds relatief veel NPL's hebben. Dit maakt deze economieën extra kwetsbaar. Dus, ondanks dat NPL's zich meer op de langere termijn manifesteren, is het belangrijk om op de korte termijn al beleid hiervoor te maken.

Beleidsopties

De huidige situatie is gunstiger om NPL's aan te pakken dan tijdens de financiële crisis van 2007/2008 of de eurocrisis (Ari, Chen & Ratnovski, 2020). Banken hebben meer kapitaal, IFRS 9-regels zijn gericht op beter vooruitkijken, wat het herkennen van NPL's versterkt en de huidige recessie is niet voorafgegaan door een hausse in kredietverlening. Aan de andere kant bemoeilijken hoge staatsschulden, lage winstgevendheid voor banken en zwakke bedrijfsbalansen het herstel.

Op de korte termijn kan flexibiliteit in regelgeving uitkomst bieden voor NPL's. Met IFRS 9 moeten banken vooruitkijkend NPL's herkennen, niet op het moment dat een lening niet-presterend wordt. Door eerder NPL's te herkennen, kunnen ze ook eerder worden aangepakt (Ari, Chen & Ratnovski, 2020). Te vroeg herkennen leidt echter tot een onredelijke rem op kredietverlening. Daarom is het ook belangrijk dat er flexibiliteit is in het treffen van voorzieningen. Voorzieningen moeten niet zo vroeg worden getroffen dat ze een rem vormen op de kredietverlening, maar ook niet zo laat dat de banken in allerijl geld apart moeten gaan zetten.

Daarnaast zijn overheidsgaranties voor bedrijfsleningen een goede beleidsinterventie om de opbouw van NPL's te voorkomen of te vertragen (IMF, 2020a). Door te voorkomen dat bedrijven in betalingsproblemen komen, worden verdere problemen met NPL's ook voorkomen. Van belang is dat dit niet leidt tot moreel gevaar dat de overheid te veel risico's van het bedrijfsleven overneemt. Een risicodeling tussen overheid en financier is dus vereist (zie ook paragraaf 3.2.3).

Het is cruciaal dat banken transparant zijn over de kwaliteit van de activa (Beck, 2020a). Hierbij kunnen *asset quality reviews* helpen (Ari, Chen & Ratnovski, 2020). Dit helpt ook bij het identificeren van probleemleningen die dan tijdig kunnen worden aangepakt. *Asset quality reviews* zorgen ook voor meer zekerheid op de financiële markten, wat vereist is om een financiële crisis te voorkomen.

De belangrijkste beleidsafweging is hoe kredietverlening te ondersteunen zonder een grote opbouw van NPL's. Te lakse standaarden stimuleren kredietverlening, maar leiden tot NPL's omdat de kredietwaardigheid laag is. Te strenge standaarden remmen de kredietverlening, maar beperken de risico's. De belangrijkste manier om dit te mitigeren is d.m.v. overheidsgaranties voor leningen aan in de kern gezonde bedrijven. Die bedrijven hebben een goede kredietwaardigheid in normale tijden, dus een beperkt risico. De garanties zorgen ervoor dat banken geld kunnen blijven uitlenen, maar de risico's zijn beperkter omdat de staat voor een deel van de lening garant staat. Daarnaast is de kans op wanbetaling in normale tijden klein. Er moet wel sprake zijn van risicodeling tussen overheid en banken.

Indien de opbouw van NPL's in Nederland beperkt blijft, zoals in het zware (maar niet in het zwaarste) scenario van DNB (2020), is het het beste om de NPL's op de bankbalansen zelf aan te pakken. Dit lijkt vooralsnog het meest realistische scenario. Echter, in het zwaarste scenario vormen NPL's een dusdanig grote druk uit op de balansen en de kredietverlening, dat aanvullend beleid mogelijk vereist is. Dit is uitgewerkt in Box 4.2.

Box 4.2 Beleidsopties voor in een extreem zwaar scenario

Naast het voorkomen dat NPL's opbouwen, is het belangrijk om NPL's aan te pakken als ze daadwerkelijk op de bankbalans staan. Dit kan door voldoende voorzieningen te treffen, of door de NPL's onder te brengen bij een apart vehikel, ook wel asset management companies of bad banks genoemd (Grodzicki et al., 2015). Hierdoor wordt de balans van de bank 'schoon', loopt de bank minder risico, kan de bank beter kapitaal aantrekken, meer geld uitlenen en wordt de economie ook gestimuleerd (Brei, Gambacorta, Lucchetta & Parigi, 2020). Het doel van de bad bank is op de NPL's te beheren en de herstelwaarde te maximaliseren (Brei et al., 2020). Ten slotte kunnen of moeten banken geherkapitaliseerd worden, omdat de verliezen op NPL's veel kapitaal opeisen, waardoor de banken een tekort aan kapitaal hebben.

Het opsplitsen van een bank in een good bank en een bad bank is alleen effectief wanneer dit gepaard gaat met herkapitalisatie (Brei et al., 2020). Herkapitalisatie is nodig omdat de slechte leningen waarschijnlijk worden verkocht tegen een prijs lager dan de boekwaarde, wat resulteert in een tekort aan kapitaal. Alleen opsplitsing of alleen herkapitalisatie werkt niet, omdat dan niet het probleem integraal wordt aangepakt. Indien een bank alleen herkapitalisatie krijgt, maar niet de NPL's overdraagt aan een bad bank, nemen de NPL's wel af, maar groeit de kredietverlening niet (Brei et al., 2020).

Dat herkapitalisatie belangrijk is voor economisch herstel, blijkt ook uit verschillende onderzoeken. Gambacorta en Shin (2016) laten zien dat banken met meer kapitaal ook meer geld uitlenen. Na de financiële crisis waren goed gekapitaliseerde banken beter bestemd tegen adverse schokken en was de kredietverlening bij die banken ook hoger (Homar & Van Wijnbergen, 2017; Kapan & Minoiu, 2018). Herkapitalisatie werkt beter als het kapitaal van private partijen (aandeelhouders) komt. Hierbij zit wel een hold out risico, aangezien aandeelhouders waarschijnlijk wachten totdat de overheid zelf instapt. Indien het echt nodig is dat de overheid kapitaal inbrengt, dan moeten er harde voorwaarden worden gesteld die het risico voor de overheid beperken. Daarnaast is het van belang dat eigen vermogen de grootste rol krijgt bij herkapitalisatie en niet vreemd vermogen. Zie paragraaf 4.4 voor de verdere uitwerking van herkapitalisatie.

De vormgeving van bad banks is essentieel. Er zijn vier opties:

1. Overkoepelende bad bank, gefinancierd door de overheid;
2. Bad bank per instelling, gefinancierd door de overheid;
3. Aparte dochteronderneming bad bank, privaat gefinancierd;
4. Interne bad bank per instelling, privaat gefinancierd.

De splitsing van activa kan worden gefinancierd uit publieke middelen, door middel van garanties, of door private financiering (Grodzicki et al., 2015). Good banks lenen meer uit indien de financiering voor de NPL's privaat is, als een lager deel van de totale activa wordt overgedragen en als het juridische systeem sterker is. Bijkomend probleem bij publieke financiering is dat Europese regels met betrekking tot staatssteun een belemmering kunnen vormen (Grodzicki et al., 2015). Publieke financiering leidt ook tot moreel gevaar. Private financiering heeft dus de voorkeur. Daarnaast is het belangrijk dat de bad bank een aparte entiteit wordt, om zo de goede en slechte bank duidelijk te scheiden. Het is ook van belang dat de waarde van de NPL's extern wordt vastgesteld, wat bij een interne bad bank niet voor de hand ligt. Fell et al. (2016) merken wel op dat bad banks voornamelijk worden gebruikt voor hypotheek en minder vaak voor bedrijfsleningen, terwijl het in deze crisis voornamelijk om bedrijfsleningen gaat.

De conclusie is dat de opsplitsing van banken in een good bank en een bad bank, indien goed vormgegeven en gecombineerd met herkapitalisatie, banken veiliger maakt en dat kredietverlening sneller weer op gang komt, wat bijdraagt aan economische groei. Dit kan het best werken als de NPL's worden afgedragen aan een dochteronderneming, die privaat is gefinancierd. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat dit niet voor alle NPL's geldt, aangezien sommige NPL's beter kunnen worden aangepakt op de balans zelf en niet binnen een bad bank. Het risico voor de belastingbetaler en moreel gevaar is hierbij beperkter dan bij een bad bank die door de overheid is gefinancierd. Indien NPL's beperkt blijven, kunnen ze waarschijnlijk ook worden aangepakt door voldoende voorzieningen te treffen, zonder een bad bank op te richten.

Bron: SEO Economisch Onderzoek

Huishoudens met lage buffers komen in betalingsproblemen

Risico's

Een kwart van de Nederlandse huishoudens heeft minder dan € 3.000 beschikbaar spaartegoed (CPB, 2020d). Deze groep is daarmee kwetsbaar bij inkomensverlies. Dit verhoogt ook de kans op betalingsproblemen, wat leidt tot meer NPL's. Een specifieke risicogroep zijn de huishoudens met een woningwaarde onder de hypotheekwaarde, huishoudens die 'onder water' staan. Deze groep bedraagt 4 procent van alle huishoudens, in vergelijking met 36 procent in 2013. Ook zijn starters met een hypotheek van 100 procent van de woningwaarde kwetsbaar. Tijdens de recessie van 2008/2009 hebben deze huishoudens het meest bezuinigd op consumptieve uitgaven (Teulings & Zhang, 2019). Overigens bleef ook tijdens de financiële crisis het aantal huishoudens met betalingsachterstand op hun hypotheek beperkt (CPB, 2020d). Dit vermindert de risico's voor banken.

Bijkomend risico is dat betalingsachterstanden een negatief effect hebben op arbeidsmarktmobiliteit. De Oswald-theorie stelt dat huizenbezitters minder flexibel zijn, zeker als hun woning 'onder water' staat (Morescalchi, Van Veldhuizen, Voogt & Vogt, 2017). Omdat de restschuld wordt gerealiseerd bij een verhuizing, bijvoorbeeld vanwege een baan elders in het land, zijn huizenbezitters minder geneigd te verhuizen voor een baan. Dit is een risico voor de stroom naar nieuwe banen en een efficiënte allocatie van arbeid. Echter, dit risico is beperkt voor Nederland, de kans om van

baan te wisselen daalt met 6 procent indien een woning onder water staat, wat qua omvang beperkt is (Morescalchi et al., 2017). Dit wordt toegewezen aan goede arbeidsmarktbescherming, de NHG en de relatief korte reistijden tussen stedelijke gebieden in Nederland.

Bij dit alles is het nog onzeker of de huizenprijzen daadwerkelijk gaan dalen en zo ja, hoe hard. Huizenprijzen kunnen dalen bij een zware recessie en groot inkomensverlies (CPB, 2020d). Als beleggers en huiseigenaren in financiële problemen komen, kunnen zij gedwongen zijn om onder druk hun huis tegen een lagere prijs te verkopen (*fire sale*). Ook kunnen hypotheekverstrekkers de teugels strakker aantrekken als zij wanbetalingen verwachten. Aan de andere kant blijft de hypotheekrente laag, wat de vraag kan ondersteunen. Mogelijkerwijs valt de nieuwbouwproductie terug, wat leidt tot meer schaarste en hogere prijzen. Dit is overigens zeer ongewenst in breder perspectief (CPB, 2020d).

Beleidsopties

Nederland heeft effectief beleid om betalingsachterstanden bij hypotheeklen te voorkomen. Veel huizenbezitters maken gebruik van de Nationale Hypotheekgarantie (NHG), die garant staat voor eventuele verliezen op hypotheeklen (Rougoor, Witteman & Hers, 2019). Daarnaast zijn bij hypotheeklen loan-to-income en loan-to-value plafonds verlaagd, waardoor hypotheekschulden lager zijn geworden (CPB, 2020d). Ten slotte is er in 2013 de aflossingseis ingevoerd, die bepaalt dat huishoudens alleen aanspraak maken op de hypotheekrenteaftrek als zij hun hypotheek periodiek aflossen. De aflossingseis heeft ook geleid tot lagere hypotheekschulden (Hers, Hof, Rougoor, Van Bethem, Smits, Witteman & Verheul, 2019). Een verkeerde reactie zou zijn om nu de hypotheekrenteaftrek te verhogen of verlagingen uit te stellen, omdat deze maatregel een negatief effect heeft op de woningmarkt als geheel (Hers et al., 2019). Anderzijds ligt een versnelling van dit beleid in een diepe recessie evenmin voor de hand (zie hoofdstuk 5).

Daarnaast bieden een aantal banken een betaalpauze aan consumenten. Zij krijgen bijv. 3 maanden uitstel als de betalingsproblemen zijn ontstaan door de coronacrisis. Inkomenssteun van de overheid aan werkenden helpt ook om betalingsachterstanden te voorkomen, omdat zij zo hun inkomens kunnen behouden.

Box 4.3 Noodpakket woningmarkt in zwarte scenario's

Een crisis op de woningmarkt maakt geen onderdeel uit van de scenario's die beschreven zijn in hoofdstuk 2. De huizenprijzen en investeringen in woningen komen wel lager uit dan zonder de coronacrisis, maar grote prijsdalingen zoals in de grote recessie worden niet voorzien. In de zwarte scenario's met een tweede coronagolf in het najaar 2020 en een trager herstel daarna, kan zich wel een scenario met flink dalende huizenprijzen materialiseren. In de grote recessie drukten die dalende huizenprijzen in combinatie met hoger hypotheekschulden flink de consumptie via negatieve vermogenseffecten (zie bijvoorbeeld Teulings & Zhang, 2019). Welke beleidsopties komen in beeld als zich een dergelijke situatie mocht voordoen?

In de grote recessie heeft de timing van het beleid op de woningmarkt (maatregelen ter afbouw van de hypotheekrente en een verlaging van de loan-to-value om de hoogte van hypotheeklen te verlagen) bijgedragen aan de prijsdalingen op de woningmarkt. Op zichzelf was dit zeer verdedigbaar met het oog op het verbeteren van de doelmatigheid van het beleid op lange termijn (zie Hers et al., 2019), maar de timing was weinig gelukkig. De les van de grote recessie is dat aan de vraagkant van de woningmarkt het niet verscherpen en versnellen van beleid gericht op het verminderen van (fiscale) subsidies op de woningmarkt in een diepe recessie al een heel goede eerste stap is. Dan komt er een tijdje niets. En dan komt er een aantal opties in beeld waarvan geen wonderen moeten worden verwacht, maar die mogelijk wel bijdragen aan het dempen van een crisis op de huizenmarkt.

Een optie aan de vraagkant is het verhogen van de grens van de NHG, waardoor een groter deel van de nieuw aangegane hypotheeklen wordt gegarandeerd door de overheid. Dit vermindert het risico op defaults en betalingsproblemen als mensen hun baan verliezen en daarmee ook de kans op besmetting naar de financiële sector. Voor het aan de gang houden van de woningmarkt moet er niet teveel van worden verwacht: Mocking et al. (2016) laten bijvoorbeeld zien dat er nauwelijks of geen sprake was van een effect op het aantal transacties. De belastingvrije schenkingen aan kinderen zijn verhoogd naar € 100.000 om starters een betere kans op de woningmarkt te bieden, verdere verhoging heeft waarschijnlijk weinig effect op de vraag. Een uitbreiding van de belastingvrije schenking is mogelijk, maar gezien het feit dat het nu al € 100.000 is, is de effectiviteit waarschijnlijk beperkt.

Aan de aanbodkant bestaat het risico van een (te) sterke inkrimping van de bouwsector bij grote prijsdalingen. In de grote recessie heeft dat gezorgd voor hysteresis in de bouwsector (zie bijvoorbeeld CPB, 2020c). Een beleidsoptie om dat te beperken is bijvoorbeeld een tijdelijke btw-verlaging voor de bouwsector: Van Loon & Goes (2018) stellen dat de tijdelijke verlaging van het btw-tarief in de bouw tijdens de vorige crisis voor hogere omzet in die sector heeft gezorgd. Een andere optie is een zogenaamd doorbouwfonds: de overheid richt een fonds op dat verkoopgaranties verstrekt aan bouwers, door de verkoop van nieuwbouwwoningen te verzekeren, zodat ook bij onvoldoende vraag aan de eis van 70 procent voorverkoop kan worden voldaan. Dit kan helpen de verkoop en productie van woningen in de crisis minder te laten terugvallen. Een nadeel is dat projecten met garantie minder goed aansluiten op de vraag, de beprijzing door bouwers kan verstoren en het risico bestaat dat het fonds blijft zitten met een groot aanbod van moeilijk verkoopbare woningen en grote verliezen (zie ook CPB, 2020).

Bron: SEO Economisch Onderzoek (2020)

De conclusie is dat betalingsproblemen bij hypotheeklen geen urgent risico zijn omdat er al voldoende beleid is. Wel kan inkomensverlies leiden tot een verschuiving van consumptie naar het betalen van rekeningen. Dit duikt dan niet op in betalingsachterstanden, die dus worden voorkomen, maar wel in lagere consumptie, die indirect gevolgen heeft voor de diepte van de recessie.

Lage dekkingsgraden pensioenfondsen

Risico's

Dekkingsgraden van pensioenfondsen waren voor het uitbreken van de crisis al onder het niveau dat als veilig wordt beschouwd. Door de grote verliezen op de aandelenmarkten, is het aannemelijk dat de dekkingsgraden verder gaan dalen, ook al is het peilmoment pas in december (DNB, 2020). Indien de werkloosheid stijgt, de consumptie afneemt en bedrijven failliet gaan, ligt het in de lijn der verwachting dat dit ook wordt gereflecteerd in beleggingsresultaten.¹⁹ Dekkingsgraden zullen dan verder dalen. Vorig jaar hebben pensioenfondsen al eenmalig uitstel gekregen zodat pas bij dekkingsgraden onder de 90 procent gekort moest worden.

Gebaseerd op de huidige situatie ligt het voor de hand dat er ofwel gekort gaat worden op pensioenen, ofwel pensioenpremies omhoog gaan. In beide gevallen leidt dat tot een negatieve vraagshock. Gepensioneerden dan wel werkenden zullen een lager besteedbaar inkomen hebben, wat leidt tot een vraaguitval, die de recessie alleen maar versterkt.

Beleidsopties

Gezien de recente ontwikkelingen rond het pensioenakkoord en het daaraan gekoppelde verdere uitstel van de pensioenkortingen, lijken kortingen op korte termijn afgewend. Uiteraard betekent dit ten opzichte van de situatie dat er wel gekort zou worden op termijn een (extra) herverdeling van jong naar oud. Anderzijds zou korting van de pensioenen midden in een diepe recessie procyclisch uitpakken.

¹⁹ Wij maken hierbij geen expliciete voorspelling van de ontwikkeling van de beleggingsresultaten, maar dit scenario ligt het meest voor de hand.

Verlies toegang tot financiële markten

Risico's

Banken zijn op financiële markten hard geraakt. Aandelenkoersen daalden sterk en de renteopslag om te verzekeren tegen faillissement (*CDS spreads*) stegen snel (Aldasoro, Fender, Hardy & Tarashev, 2020). Als de kredietwaardigheid van banken verslechtert en dit escaleert, verliezen banken toegang tot financiële markten. Dit zou zeer schadelijk zijn. Banken zijn sterk afhankelijk van kortetermijnfinanciering op financiële markten. Dat hebben zij nodig om andere lopende leningen af te betalen. Als die financiering stopt, dan ontstaat er een domino-effect zoals we tijdens de financiële crisis zagen.

De Nederlandse bankensector is echter robuust en heeft goede toegang tot financiële markten (CPB, 2020d). Het risico dat Nederlandse banken toegang tot financiële markten verliezen is beperkt. Er is wel besmettingsgevaar van andere landen, want Nederland heeft een relatief grote blootstelling aan banken in bijvoorbeeld Spanje en Italië (CPB, 2020d). Daar is het risico op verlies tot toegang financiële markten wellicht groter, wat negatieve effecten zou hebben voor Nederland en de eurozone als geheel.

Beleidsopties

Indien de situatie escaleert, moet de centrale bank instappen als *lender of last resort* (Beck, 2020a). De centrale bank kan tegen goed onderpand lenen als andere financiële partijen dat niet meer kunnen of willen. Dit is echter een laatste redmiddel. Beter is het om de problemen in de reële economie actief aan te pakken, zodat de impact daarvan op de financiële sector beperkt is. Dan is de kans dat banken toegang tot financiële markten verliezen ook aanmerkelijk kleiner.

Het huidige beleid van overheden en de Europese Centrale Bank, o.a. het PEPP, is gericht op het verschaffen van liquiditeit. Dit vermindert het risico op verlies van toegang tot financiële markten sterk. Dit risico lijkt dus op de middellange termijn niet relevant te zijn voor Nederland.

Margin calls en fire sales

Risico's

Margin calls zijn wanneer handelaren of financiële instellingen aan bepaalde verplichtingen moeten voldoen. In tijden van crisis gaan zij vaak gepaard met *fire sales*, paniekverkopen. Omdat ze per se aan de verplichting moeten voldoen, zijn zij bereid de activa voor een lagere prijs te verkopen, ten faveure van zekerheid. Dit heeft echter een spiraaleffect. Door de *fire sales* dalen activaprijzen, wat leidt tot meer *fire sales* etc. Dit gebeurde ook tijdens de financiële crisis. Deze spiraal moet doorbroken worden, anders neemt de financiële paniek alleen maar toe.

Beleidsopties

Bij *margin calls* kan de centrale bank liquiditeit verstrekken aan marktpartijen, zodat *fire sales* niet nodig zijn. In het ergste geval kunnen de overheid en de centrale bank actief activa gaan opkopen om de prijs te ondersteunen en de markt liquide te houden. De huidige situatie op de financiële markten lijkt zo'n grote ingreep nog niet te rechtvaardigen.

Verlies in vertrouwen (bank run)

Risico's

Bij een opstapeling van grootschalige risico's en escalaties kunnen consumenten, bedrijven en marktpartijen eventueel vertrouwen verliezen in een bank (of banken). In dit extreme geval ontstaat

er een *bank run*, niemand vertrouwt zijn geld de bank nog toe en wil het daar weghalen (Beck, 2020a). De bank kan niet aan alle verplichtingen voldoen omdat een groot deel uitstaat in leningen. Dit slaat over in grote paniek bij het publiek, die kan overslaan op andere (financieel gezonde) banken. *Bank runs* zijn in de geschiedenis al vaak voorgekomen, met name tijdens de Grote Depressie, maar ook tijdens de financiële crisis. *Bank runs* werken verlammend op het financiële stelsel. Tot nu toe zijn er nog geen tekenen geweest dat een *bank run* op handen is. Het risico op een *bank run* is nu dan ook nog zeer klein.

Beleidsopties

Er is al beleid om *bank runs* tegen te gaan, zoals het depositogarantiestelsel. Maar dit is nationaal geregeld, terwijl risico's Europees zijn. Een Europees depositogarantiestelsel is onderdeel van de voltooiing van de bankenunie, die het risico op dergelijke *runs* aanzienlijk verkleint. Het huidige beleidsinstrumentarium zou dus versterkt kunnen worden op Europees niveau. Verder zouden centrale banken kunnen instappen met extra liquiditeitssteun zodat de bank kan blijven opereren.

Operationele beperkingen

Risico's

Omdat veel bankwerknemers thuis moeten werken, komen de operationele activiteiten in gevaar (Coelho & Prenio, 2020). Operationele weerbaarheid is essentieel voor banken om hun rol in deze crisis te kunnen blijven vervullen. Deze beperkingen treffen veel bedrijven, maar voor de financiële sector is het van extra belang, gezien hun rol als financieel intermediair. Beperkingen in de industrie hebben gevolgen voor de gehele waardeketen van dat product, maar beperkingen in de financiële sector hebben gevolgen voor de hele economie.

Een kanttekening is dat dit risico veelal een rol speelde in de eerste fase van de virusuitbraak, toen plotseling moest worden overgeschakeld op vanuit huis werken. Nu, in een latere fase, zijn systemen er beter op ingericht en zijn werknemers er ook beter aan gewend. Dan is dit risico ook beperkter. Wel blijft het relevant bij een eventuele tweede golf.

Beleidsopties

Banken moeten tijdig hun ICT-infrastructuur op orde hebben en essentiële werknemers weer op locatie aan het werk laten (Coelho & Prenio, 2020). Voor toezichthouders is het van belang dat zij toezien op operationele weerbaarheid. Een mogelijkheid is om dit bij een volgende stresstest mee te nemen, zoals de toezichthouder in Hong Kong eind 2019 (voor de uitbraak van het virus) ook heeft gedaan.

4.4 Herkapitalisatie van bedrijven

Directe herkapitalisatie door overheden

Noodzaak en risico's

Naarmate de crisis langer duurt zullen sommige bedrijven ondanks liquiditeitssteun vers vermogen nodig hebben. Directe herkapitalisatie is niet onomstreden. Het afwegingskader in de kabinetsbrief Steun individuele bedrijven is hier een directe afspiegeling van. In een Europese context wijst Bruegel (2020) er onder meer op dat middelen alleen naar financieel levensvatbare bedrijven zou-

den moeten gaan, een Europees *level playing field* behouden blijft, de financiering bijdraagt aan bredere beleidsdoelen (zoals klimaatneutraliteit), en belastingbetalers meegenieten van het resultaat van de herkapitalisatie.

Criteria zoals deze illustreren direct de moeilijkheden van herkapitalisatie door overheden – zie ook de discussie over de verschillende Europese noodfondsen in het vorige hoofdstuk en de inrichting van een Nederlands groeifonds in Box 4.1. De overheid moet bijvoorbeeld in staat zijn om de levensvatbaarheid van bedrijven te bepalen. Het risico bestaat dat de overheid de ‘verkeerde’ bedrijven voor steun kiest. Hiernaast bestaat er moreel gevaar in de zin dat bedrijven die zich ook op ‘eigen kracht’ en/of bij private financiers hadden kunnen kapitaliseren liever gebruikmaken van de overheidsfaciliteit indien deze (gepercipieerd of reëel) gunstiger is.²⁰ Een levensvatbaar bedrijf zou zich in principe ook op ‘de markt’ moeten kunnen herkapitaliseren. In het ergste geval kloppen vooral bedrijven bij de overheid aan die eigenlijk geen herkapitalisatie nodig hebben of die volgens de markt niet levensvatbaar zijn, waardoor een ‘deadweight loss’ ontstaat.

Participatie van marktpartijen

Voorzichtigheid is dus geboden bij directe herkapitalisatie van bedrijven. Grote bedrijven en/of bedrijven met zittende aandeelhouders zouden eerst moeten aankloppen bij hun aandeelhouders. Een probleem voor de overheid is dat het aandeelhouders niet kan verplichten bij te storten. Als bij aandeelhouders de taxatie bestaat dat bij *bold out* van de zittende of mogelijk nieuwe aandeelhouders de overheid toch zal overgaan tot herkapitalisatie zijn er weinig prikkels om een risicovolle kapitaalinjectie te doen. Een ander probleem is timing. Als op bijzonder korte termijn kapitaal nodig is kan de overheid mogelijk sneller schakelen (en met diepere zakken) dan private partijen. Dit kan een reden zijn voor de overheid om toch over te gaan tot herkapitalisatie. Er moet dan wel zorg gedragen worden voor het feit dat (op redelijke termijn) vers kapitaal van buiten de overheid beschikbaar komt. De overheid kan in onderhandelingen over herkapitalisatie proberen te bedingen dat zittende aandeelhouders óók een storting doen. Dit zal niet altijd lukken vanwege het *bold out* probleem.

De Amerikaanse ervaring met de Troubled Asset Relief Program (TARP) geeft zicht op een andere band waarlangs de overheid kan sturen op het aantrekken van (meer) eigen vermogen door de onderneming. De mogelijkheid tot aflossing van de TARP-steun is destijds gekoppeld aan de eis dat steunontvangers bij terugbetaling ook nieuw kapitaal zouden ophalen (SIGTARP, 2011).²¹ De effectieve plicht voor banken in de Verenigde Staten om meer eigen vermogen op te halen heeft mogelijk bijgedragen aan het snellere herstel van de bankensector dan in Europa waar deze plicht niet bestond (Homar & Van Wijnbergen, 2017).

²⁰ Een illustratie uit de vorige crisis is de herkapitalisatie van Goldman Sachs. Kort na elkaar haalde Goldman Sachs vermogen op bij zowel de overheid (TARP) als bij Berkshire Hathaway. Opvallend is dat de Amerikaanse overheid onder TARP van Goldman Sachs € 10 mld. aan preferente aandelen tegen 5 procent verkreeg, maar dat Berkshire Hathaway in dezelfde periode € 5 mld. aan preferente aandelen tegen 10 procent verkreeg. Ook de warrants van Berkshire Hathaway waren ongunstiger voor Goldman Sachs. Dit suggereert dat Berkshire Hathaway harder heeft weten te onderhandelen dan de overheid.

²¹ Prior to exiting TARP, each institution that repaid in June 2009 issued new common equity in response to the requirement that they demonstrate access to equity markets. ... Treasury, as well as FRB, emphasized the importance of replacing TARP capital with some amount of private capital. Secretary Geithner told SIGTARP that putting pressure on firms to raise private capital was part of “a forceful strategy of raising capital early.” According to the Secretary, “You can’t force private capital to come in, but you can go to firms and ask them to raise it... We thought the American economy would be in a better position if [the firms] went out and raised capital... It doesn’t matter whether [the firms] thought it was in their interest. We thought it was in our interest.”

Nationale overbieden of Europees?

Herkapitalisatie kan nationaal, maar ook in Europees verband. Bruegel (2020) spreekt een voorkeur uit voor een Europees fonds omdat het concurrentie op steunmaatregelen tussen lidstaten voorkomt. De vraag is overigens of daar per se een Europees fonds voor nodig is. Goede afspraken over hoe en onder welke voorwaarden er geherkapitaliseerd mag worden bereiken hetzelfde resultaat. Een ander nadeel van een Europees fonds is dat voor individuele lidstaten de inleg/het deel van het risico dat gedragen wordt niet proportioneel hoeft te zijn aan de ontvangsten uit het fonds. Dit impliceert dan een transfer tussen lidstaten. Het 'transferprobleem' kan zich overigens impliciet ook aandienen bij herkapitalisatie door nationale overheden. Bij het herkapitaliseren van een multinational kunnen de baten van herkapitalisatie mogelijk deels 'weglekken' naar het buitenland. Een ander nadeel is dat de uitvoering van herkapitalisaties daarmee mogelijk ook op Europees niveau komt te liggen. Het is niet evident dat dat superieur is boven uitvoering op nationaal niveau met lokale kennis van de markt, de nationale instituties en de preferenties.

Eigen vermogen of vreemd vermogen

Herkapitalisatie kan op verschillende manieren plaatsvinden: via (achtergesteld) vreemd vermogen of via (een vorm van) eigen vermogen. Bruegel (2020) pleit voor eigen vermogen of een vorm daarvan, net zoals Boot et al. (2020). Eigen vermogen heeft als voordeel dat het geen vaste terugbetalingsverplichting van de hoofdsom heeft, noch een directe en periodieke kasuitstroom in de vorm van rentebetalingen. Een ander voordeel volgens voorstanders is dat er een 'claim' ontstaat op toekomstige winsten. Zo kunnen belastingbetalers meegenieten in het toekomstige voordeel van de kapitaalinjectie. Een kanttekening bij dit laatste is dat belastingbetalers nu al meegenieten in het voordeel van herkapitalisatie in de vorm van toekomstige Vpb-opbrengsten. Een andere kanttekening is dat het 'kasuitstroom'-probleem opgevangen kan worden door de rente op te tellen bij de hoofdsom, met als bijkomend nadeel dat de hoofdsom over de leenperiode verder oploopt. Andere nadelen zijn dat investeringen met eigen vermogen in crisistijd vaak lastig te waarderen zijn, wat marktverstoring kan werken, en dat het moeilijk kan blijken om mkb'ers te *targeten* (Bruegel 2020).

Het voorstel van Boot et al. (2020) om het instrument in te richten als gift waar een toekomstige (tijdelijke) belastingopslag (op btw of Vpb) tegenover staat en die tegen een bepaalde prijs kan worden afgekocht ('gift-tegen-opslag'), kan zulke nadelen mogelijk verlichten en herkapitalisatie van het mkb mogelijk maken. Los van de complexiteit die dit geeft in de uitvoering zijn er waarschijnlijk eenvoudiger vorm te geven (bestaande) fiscale investeringsprikkels (zie paragraaf 4.2). De kabinetsbrief Steun individuele bedrijven ziet ook vooral een mogelijke rol voor de overheid bij "grote ondernemingen die een cruciale positie in ecosystemen bekleden, een omvangrijke bijdrage aan maatschappelijke uitdagingen en/of beleidsdoelen leveren of zeer substantiële (regionale) werkgelegenheidseffecten met zich meebrengen". Het gros van het mkb zal hier niet onder vallen. Problemen met het *targeten* van zulke bedrijven zijn daarmee voor Nederland (op dit moment) minder relevant en de voordelen van een gift-tegen-opslag-instrument dan ook. Voor de overblijvende grote(re) bedrijven resteert dan de vraag *equity* of vreemd vermogen. De ervaring uit de vorige crisis leert dat inzetten op eigen vermogen niet zonder risico voor de staat is. De destijds genationaliseerde banken zijn nog altijd (voor een groot deel) staatsbezit, met weinig uitzicht op een winstgevende of zelfs maar kostendeekkende *exit*. Waar mogelijk is een hybride vorm daarmee mogelijk het meest doelmatig: (achtergesteld) vreemd vermogen tegen kostendeekkende voorwaarden plus een instrument gericht op 'winstdeling' (e.g., een warrant).

Voorwaarden

Er is discussie over de mate waarin voorwaarden voor maatschappelijke inzet of vergroening van het bedrijfsmodel verbonden moeten worden aan staatssteun, al dan niet via directe herkapitalisatie. Bruegel (2020b) noemt als voordeel dat het herstel hiermee ‘groener’ kan zijn doordat individuele bedrijven gedwongen worden hun bedrijfsmodel aan te passen en/of bedrijven (of sectoren) minder of geen steun zullen ontvangen, omdat ze economisch of klimaat-technisch niet levensvatbaar zijn op de middellange termijn.

Deze inzet van een versnelde aanpassing naar een nieuw evenwicht is niet zonder risico's. Het laten sneuvelen van bedrijven voor groene ambities kan op korte termijn de crisis verergeren. In het meest positieve geval impliceert dit enkel ‘intertemporele herverdeling’: meer pijn nu voor een groenere toekomst. In het minst positieve geval is er sprake van een uitstralingseffect: door het verdiepen van de crisis worden investeringen teruggeschoefd (of ook misschien juist de groene) waardoor ook het toekomstig evenwicht lager en/of minder groen is. Hiernaast is er een praktische vraag en een directer risico voor de overheid. Groene voorwaarden die nieuwe investeringen vereisen kosten geld. De vraag is waar dit kapitaal vandaan moet komen. Als de overheid de nieuwe financieringen ‘meefinanciert’ met de herkapitalisatie lopen de kosten en het risico voor de overheid op. Daarbij is het ook nog eens de vraag in hoeverre ‘groene’ investeringen een hoger rendement opleveren dan andere investeringen.

Facilitering van herkapitalisatie door private partijen*Staaende faciliteiten*

De overheid heeft verschillende regelingen om de verstrekking van extern eigen vermogen aan bedrijven te stimuleren (zoals een Seed Capital regeling, de Groeifaciliteit (GF) en het Dutch Venture Initiative (DVI)). Deze instrumenten richten zich vooral op groeiende en innovatieve bedrijven, al dan niet in specifieke sectoren. De GF biedt ruimte voor balansversterkende financiering, maar dit is in de regel maar een beperkt motief voor gebruik (<15 procent, zie Bax et al., 2019). In crisistijd kan dit een sterker motief zijn. De overheid heeft de toegang tot de GF daarom ook verlengd. Het budget van € 45 mln. is relatief klein waarmee het onwaarschijnlijk is dat de regeling veel herkapitalisatie met eigen vermogen zal kunnen faciliteren. Hetzelfde geldt voor de Seed Capital regeling (budget: € 32 mln.). Het DVI is een groter instrument (budget: € 402,5 mln.). De DVI fondsen zijn reeds bijna volledig gecommitteerd, maar in beide fondsen zit nog fors niet-opgevraagd kapitaal. Voor bedrijven in de doelgroep (groeiende en innovatieve bedrijven) van het fonds kan dit een bron van financiering zijn. Volwassen bedrijven hebben mogelijk meer moeite met het aantrekken van financiering uit de fondsen.

Ruimte voor verdere facilitering

Herkapitalisatie zal dus vooral uit de markt moeten komen. Voor veel grote en middelgrote bedrijven behoort deze route ook tot de mogelijkheden, omdat kapitaalkosten momenteel laag zijn en bij dalende waarderingen wordt het voor verschaffers van eigen vermogen aantrekkelijker om in te stappen. Voor kleine bedrijven of bedrijven in specifieke sectoren kunnen er meer problemen zijn. *Private equity* stapt bijvoorbeeld liever niet in bedrijven met een beperkte schaal of schaalpotentieel en ook sommige sectoren (e.g., horeca) zijn over het algemeen minder aantrekkelijk. Op korte termijn zullen zulke bedrijven dus afhankelijk blijven van bancaire financiering (al dan niet met steun via de GO of de BMKB), behalve als zij erin slagen om uit alternatieve bronnen vermogen aan te trekken. Het Nederlandse mkb slaagt hier over het algemeen maar beperkt in. Dit heeft

verschillende oorzaken, waaronder een gebrek aan kennis, zoekkosten en ‘drempelvrees’ voor eigen vermogen, een neiging van adviseurs naar bancaire financiering en beleid dat vooral gericht is op bancaire financiering – zoals de GO, BMKB en GF (Bax et al., 2019). Het Financieel Stabiliteitscomité (2017) wijst hiernaast op de ongelijke fiscale behandeling van vreemd en eigen vermogen en beveelt aan tot correctie daarvan.

4.5 Overall beeld van de middellange termijn

Op middellange termijn zijn er verschillende instrumenten die ingezet kunnen worden om tegelijk vraaguitval in de recessie te dempen en het risico van hysteresis te beperken. De duur van deze periode verschilt per scenario. In het gunstigste geval duurt deze van het najaar 2020 tot het voorjaar van 2022. In een tweede scenario zeker een jaar langer. Voor zover het gaat om tijdelijke uitbreidingen van bestaande regelingen gaat het dus om het overbruggen van deze periode. Praktisch zou dit vorm kunnen krijgen door regelingen tijdelijk uit te breiden tot het voorjaar van 2022, en in het najaar van 2021 te beslissen om de regelingen eventueel met een jaar te verlengen als de economische situatie daarom vraagt.

Beleidsmaatregelen zouden in principe zoveel mogelijk generiek moeten uitwerken, in de zin dat de overheid niet gaat bepalen welke (individuele) bedrijven wel en niet gesteund worden. Generieke beleidsmaatregelen voor het beperken van hysteresis bij menselijk kapitaal zijn bijvoorbeeld tijdelijke intensivering van actief arbeidsmarktbeleid en scholingsinspanningen, en het laten meegaan van (de duur van) werkloosheidsuitkeringen met de conjunctuur, waardoor er macro-economisch een efficiëntere allocatie van vraag en aanbod tot stand komt. Het vergroten van interne flexibiliteit waardoor voor het zittende werknemersbestand gemakkelijker uren neerwaarts kunnen worden aangepast is zowel in reactie op de vraaguitval in de recessie (bijvoorbeeld in de vorm van deeltijd-WW) als structureel een kansrijke optie (zie ook Commissie Regulering van Werk, 2020). Voor het verzachten van de investeringsdip in fysiek kapitaal en innovatie kan een tijdelijke uitbreiding van de willekeurige afschrijving, de achterwaartse verliesverrekening en de WBSO mogelijk enige soelaas bieden.

In de genoemde, relatief gunstige scenario's is de verwachting dat zich geen grote problemen voordoen in de financiële sector en op de woningmarkt in Nederland. Mochten zich problemen voordoen dan zijn er diverse maatregelen die monetaire autoriteiten en toezichthouders in de financiële sector kunnen nemen om die risico's te beperken. Flexibiliteit in regelgeving kan worden gebruikt om niet-presterende leningen proactief te herkennen, *bad banks* kunnen worden gecreëerd om bankbalansen te verstevigen, monetair kan beleid liquiditeit verschaffen aan marktpartijen om *bank runs* te voorkomen.

Ten slotte is herkapitalisatie van bedrijven door de overheid een optie om hysteresis tegen te gaan. Om verschillende redenen zou dit instrument zeer terughoudend ingezet moeten worden. Ten eerste omdat het risico op moreel gevaar bij zittende aandeelhouders groot is en het voor de overheid lastig is om hen effectief te dwingen eveneens bij te storten. Verder leert de ervaring uit de vorige crisis dat inzetten op eigen vermogen niet zonder risico voor de overheid is. De destijds genationaliseerde banken zijn nog altijd (voor een groot deel) staatsbezit, met weinig uitzicht op een winstgevend of zelfs maar kostendekkende *exit*.

5 Lange termijn

Op lange termijn is het van belang om gestelde doelen in zicht te houden en de structuur van de economie verder te blijven verbeteren. Productiviteitsgroei en de kwaliteit van het arbeidsaanbod bepalen de langetermijngroei van een economie. Verduurzaming en digitalisering moeten worden gestimuleerd, maar intensiveringen zijn niet effectief als crisisinstrument. Ten slotte moet op lange termijn de overheidsboekhouding weer op orde worden gebracht.

Het argument *never waste a good crisis* is populair en geeft aan dat op langere termijn een crisis kan leiden tot herbezinning en vernieuwing die zonder crisis niet tot stand zou zijn gekomen. De geschiedenis wijst uit dat in een crisis soms structurele maatregelen worden genomen. De verhoging van de AOW-leeftijd vanaf 2013 is hiervan een Nederlands voorbeeld. Structurele maatregelen hebben kosten en baten en worden voor een deel ook elders afgedwongen (door andere landen of in EU-verband).

Het toekomstige verdienvermogen van de Nederlandse economie is al langer een punt van aandacht (en zorg). Het gaat vooral om de langer lopende discussies omtrent zorgen over de kwaliteit van het arbeidsaanbod die ons in de toekomst een goede plek in internationale waardeketens moet opleveren, de dalende productiviteitsgroei en verschillende transitieën zoals digitalisering, verduurzaming en vergrijzing die vragen om investeringen van huishoudens, bedrijven en overheid. Deze discussies raken aan gewenste uitkomsten over een langere tijdshorizon en moeten niet verward worden met crisismaatregelen. Wat belangrijk is, is dat het huidige beleid om het toekomstig verdienvermogen aan te jagen niet om zeep wordt geholpen in tijden van crisis.

5.1 Productiviteitsgroei

Productiviteitsgroei leidt tot hogere welvaart. Productiviteitsgroei kan direct worden gelinkt aan hogere lonen, meer consumptiemogelijkheden en een betere gezondheid. De arbeidsproductiviteit is op dit moment ongeveer 25 keer zo hoog als twee eeuwen geleden, wat heeft geleid tot een hoger inkomen per hoofd van de bevolking en een sterke stijging van de consumptie. Tegelijkertijd zijn mensen veel minder uren aan het werk en is het aantal uren vrije tijd sterk gestegen.

Twee verklaringen

De productiviteitsgroei daalt echter sterk over de afgelopen decennia. Er zijn twee verklaringen voor deze ontwikkeling. Ten eerste is het algehele innovatieproces mogelijk vertraagd en ingewikkelder geworden. Zoals Gordon (2012) en Bloom et al. (2020) illustreren, is het tempo van de technologische vooruitgang, gemeten aan de hand van de totale factorproductiviteitsgroei (TFP) en de inzet van middelen en mensen in onderzoek en ontwikkeling, de afgelopen decennia gestaag afgenomen en lijkt het moeilijker om vernieuwing tot stand te brengen. Dit geldt vooral in OESO-landen, zoals de Verenigde Staten, Japan en EU en betekent dat het aan de technologische frontiers moeilijker is geworden om productiviteitsgroei te realiseren met innovatie. De beleidsimplicatie is dat investeringen in onderzoek en ontwikkeling een lager rendement hebben dan we gewend zijn, een voorspelling die al uit veel groeimodellen blijkt (e.g., Jones, 1995). Meer onderzoekers aanstellen of proberen de productiviteit per onderzoekseuro te verhogen lijken twee effectieve responses op deze implicatie. De reden is dat ideeën niet-rivale goederen zijn en dus simultaan verder kunnen

worden ontwikkeld door verschillende onderzoeksgroepen. Een voorwaarde is dat ideeën dan niet te snel worden gepatenteerd (Lanjouw & Schankerman, 2004) en dat meer onderzoekers worden opgeleid (Bell et al., 2019). Het vergt een afweging van beleid om de prikkel te investeren in onderzoek te behouden met voldoende eigendomsrechten en tegelijkertijd fundamentele ideeën voor velen onderzoeksgroepen beschikbaar te houden of te stellen. Ook de organisatie van fundamenteel onderzoek en ontwikkeling kan effectiever door in EU-verband meer samen te werken, omdat de productiviteit van fundamenteel onderzoek lijkt toe te nemen als beter wordt samengewerkt. Ook gezien de geopolitieke trends als het gaat om de strategieën van de Verenigde Staten en China lijkt Europese samenwerking een voorwaarde voor voldoende fundamentele innovatie. Anderzijds zijn meer incrementele innovaties juist gebaat bij meer concurrentie wat een scherp oog voor dit onderscheid vraagt (Akcigit & Kerr, 2018).

De tweede verklaring is een wereldwijd gebrek aan effectieve vraag (Karabarbounis & Neiman, 2013 en Autor et al., 2020). Bovendien wordt de economische groei in veel landen steeds meer gedreven door schulden. Om deze vraagkloof te verkleinen, moeten in toenemende mate publieke en private schulden worden gecreëerd. Op de lange termijn is dit niet houdbaar als de productiviteitsgroei niet naar aanzienlijk hogere niveaus beweegt. Als gevolg leidt dit tot schuldherstructurering en *haircuts*. Dit veroorzaakt mondiale economische onevenwichtigheden, aangezien debiteuren die in gebreke blijven de toegang tot kredietmarkten verliezen of in ieder geval een mark-up op rentetarieven moeten betalen. Deze tweede verklaring geldt voor de Verenigde Staten en mogelijk voor een aantal EU-landen, maar lijkt niet op te gaan voor landen als Nederland en Duitsland. Op lange termijn geeft het wel aan dat investeringen in de huidige periode om schulden in de toekomst af te lossen streng moeten worden beoordeeld op hun rendement.

Organisatie van innovatie

De organisatie van radicale innovatie vraagt om meer inzet dan voorheen, omdat het laaghangende fruit inmiddels geplukt lijkt. Dat betekent voor Nederland dat Europese samenwerking van groter belang wordt om productiviteitsgroei te realiseren – zeker ook nu China en de Verenigde Staten zich minder openstellen voor samenwerking en meer lijken in te zetten op het naar zich toe trekken of het zich toe-eigenen van nieuwe kennis en bedrijven. Op Europese schaal zijn voldoende onderzoekers om samen te werken aan doorbraaktechnologieën. Dit vraagt om een ander model van het organiseren van wetenschappelijk onderzoek en leidt mogelijk tot concentratie van enkele top-instituten in Europa, zoals CERN, en/of tot het intensiveren en formaliseren van samenwerking, zoals LERU en ERIC. Daarnaast is het van belang dat de voorwaarden waaronder dat onderzoek kan plaatsvinden gelijk zijn tussen landen, wat vraagt om hervormingen als het gaat om arbeidsvoorwaarden en harmonisatie van restricties die soms aan onderzoek worden opgelegd.

Naast samenwerking is het van belang dat het Nederlandse onderzoek van hoog niveau is. Ook hier is een zekere mate van concentratie wenselijk, zodat kennis en kunde samen met infrastructuur worden gebundeld als het gaat om fundamenteel onderzoek. Op dit moment lijkt het beleid gericht te zijn op het verdelen van middelen voor fundamenteel onderzoek over het land terwijl onderzoek uitwijst dat concentratie succesvoller is als het gaat om fundamenteel onderzoek.

Fundamenteel onderzoek vraagt om mobiele onderzoekers die daar werken waar ze de meeste toegevoegde waarde hebben. Naast excellentie van eigen bodem, is het van belang een aantrekkelijke vestigingsplaats voor onderzoekstalent te zijn. Kennismigranten zijn een vorm van menselijk kapitaal die een bijdrage leveren aan de samenleving (Euwals & Meijerink, 2018) en wanneer in

Nederland opgeleid vaak op lange termijn bijdragen aan het bbp (Bolhaar et al., 2019). Europees beleid om deze mensen aan te trekken en te behouden is op termijn effectief voor productiviteitsgroei.

5.2 Arbeidsaanbod

Investerings in onderwijs leveren een grote bijdrage aan het toekomstige verdienvermogen van de economie (Bils & Klenow, 2000; Hanushek & Kimko, 2000; Barro, 2001). Een extra jaar onderwijs levert bovendien ieder individu een extra inkomen van 6 tot 10 procent op (Hartog & Gerritsen, 2016).

Funderend onderwijs

De Nederlandse investeringen in funderend onderwijs behoren echter niet tot de top van de OESO-landen, waar we ons graag mee vergelijken als het gaat om investeringen in jonge kinderen. Als de OESO-landen op basis van vergelijkbare cijfers uit 2016 met elkaar worden vergeleken dan ontstaat het volgende beeld. Investerings in het basisonderwijs bedragen in Nederland ongeveer 1,2 procent van het bbp, terwijl het gemiddelde van landen zoals Noorwegen en Zweden ruim 1,8 procent bedraagt. In het voortgezet onderwijs investeert Nederland ruim 2,2 procent van het bbp en ook hier liggen de investeringen van Scandinavische landen rond de 2,5 procent. Recente internationaal vergelijkbare cijfers over prestaties van leerlingen (o.a. PISA – het *Programme for International Student Assessment* van de OESO) geven een beeld van absolute en relatieve stagnatie of zelfs achteruitgang op een aantal basisvaardigheden van pubers, terwijl menselijk kapitaal een belangrijke bouwsteen van (toekomstige) productiviteitsgroei is. Als bijvoorbeeld de scores op rekenen en taalvaardigheid tussen 2003 en 2018 worden vergeleken dan is voor zowel jongens als meisjes een duidelijke daling waar te nemen. Op rekenvaardigheid daalt de score met 3 tot 4 procent en op leesvaardigheid voor jongens met bijna 7 procent en voor meisjes met 5 procent.

Investerings in maatregelen die docenten ondersteunen zijn kansrijk om op korte termijn de relatief hoge uitval onder jonge docenten te verminderen en het hoge ziekteverzuim te verlagen. Dit helpt tevens om het naderende tekort aan leerkrachten te verminderen. Op langere termijn leiden investeringen in de verhoging van de kwaliteit van docenten tot betere studieresultaten van kinderen. Deze kinderen ronden met beter resultaat hun opleiding af en verdienen meer.

Middelbaar beroepsonderwijs

In het middelbaar beroepsonderwijs worden gemiddeld steeds betere resultaten geboekt, maar bestaan hardnekkige verschillen in arbeidsmarktsucces tussen Nederlandse jongeren en jongeren met een niet-westerse migratieachtergrond (Bisschop et al., 2020). Mbo'ers vormen ieder jaar gezamenlijk de grootste groep nieuwe werkenden. Het aantal mbo'ers dat jaarlijks afstudeert is de afgelopen jaren stabiel en bevindt zich op een niveau van ongeveer 70.000 per jaar. De arbeidsmarktparticipatie van deze jongeren ligt tussen 70 en 95 procent afhankelijk van het gevolgde opleidingsniveau en de studierichting. Op alle niveaus is het aantal afgestudeerden dat een beroepsbegeleidende leerweg (bbl) heeft gevolgd met een kwart gedaald, terwijl de participatie van deze groep het hoogst is (groter dan 90 procent). Ook vinden jongeren met een bbl-opleiding sneller een baan en verdienen ze meer. De doorstroom binnen het mbo is toegenomen, vooral van mbo-2-niveau naar hogere niveaus. De studierichtingen die worden gekozen zijn qua aandelen relatief stabiel over de onderzochte periode. Het aandeel jongeren met een niet-westerse migratieachtergrond dat via het mbo

de arbeidsmarkt betreedt is gestegen van 10 naar 15 procent. Er bestaan grote verschillen in arbeidsmarktparticipatie tussen Nederlandse jongeren en jongeren met een niet-westerse migratieachtergrond. Die verschillen zijn hardnekkig en lopen voor sommige groepen op tot wel 30 procent. Ze worden maar deels verklaard door sociaaleconomische kenmerken en keuzes.

Het stimuleren van meer bbl-trajecten verhoogt het arbeidsmarktsucces van jongeren. In de vorige crisis is daarop sterk bezuinigd door bedrijven en dat lijkt op langere termijn ineffectief en contra-productief. Het Techniepact stimuleert jongeren bijvoorbeeld om richting kansrijke beroepen te bewegen en maakt jongeren bewust van het feit dat technologie in veel beroepen in toenemende mate van belang is. Onderwijsorganisaties en bedrijfsleven kunnen hierin structureler met elkaar optrekken door het imago van beroepen in de techniek te verbeteren, te laten zien dat technologie in bijna alle beroepen invloed heeft op de manier van werk (zoals de zorg), minder opportunistisch te handelen (bijvoorbeeld als het gaat om conjunctuurschommelingen) en de kwaliteit van docenten te verbeteren (bijvoorbeeld meer hybride docenten opleiden). Technologische verandering leidt nu al tot minder werkgelegenheid in bepaalde beroepen op mbo-2 en 3 niveau, terwijl elders juist kansen liggen.

Hoger onderwijs

Het hoger onderwijs is internationaal gezien toegankelijk, kwalitatief goed en doelmatig georganiseerd, maar staat wel onder druk door toenemende studentenaantallen (Koeman et al. 2019). De toegankelijkheid van het hoger onderwijs is internationaal gezien goed en het gevoerde beleid leidt tot een toename van het aantal startende studenten. Steeds meer bacheloropleidingen passen een vorm van selectie en bewustwording toe waardoor studenten betere keuzes zouden moeten maken. Het leenstelsel heeft niet geleid tot een minder goede toegankelijkheid van het hoger onderwijs (Bolhaar et al., 2020). Het stellen van heldere en meetbare doelen draagt bij aan de kwaliteit en toegankelijkheid van het hoger onderwijs. Het Nederlands hoger onderwijsstelsel is volgens een OESO-benchmark van kwalitatief hoog niveau (OESO, 2019). Om dit vast te houden moet de organisatie doelmatig zijn en de balans tussen toegankelijkheid en kwaliteit bewaakt worden. De doelmatigheid van de uitgaven van het hoger onderwijs lijkt in het algemeen goed te zijn. Het Nederlands hoger onderwijs is volgens dezelfde OESO-benchmark namelijk één van de best gefinancierde systemen.

Het hoger onderwijs is gemiddeld toegankelijk maar er zijn groepen die achterblijven, met name jongeren met een niet-westerse migratieachtergrond. Dat leidt tot verlies aan menselijk kapitaal. Maatregelen om de toegankelijkheid voor deze groepen te verbeteren leidt tot meer opbouw van productief menselijk kapitaal. Daarnaast kan de aansluiting op de arbeidsmarkt worden verbeterd bij de overgang van onderwijs naar arbeidsmarkt en op de langere termijn door het aanbieden van flexibel deeltijdonderwijs. Instellingen kunnen meer samenwerken in de regio en studenten stimuleren om nog beter te kiezen. Ten slotte studeren veel buitenlanders in Nederland. Een deel van hen blijft in Nederland om te werken, wat de Nederlandse economie ten goede komt. Beleid om goedgeschoolde mensen te behouden voor de Nederlandse arbeidsmarkt is kansrijk.

Leven lang ontwikkelen

Technologische verandering, vergrijzing en afnemende productiviteitsgroei vragen om investeringen in een leven lang ontwikkelen (LLO-investeringen). Zowel om de duurzame inzetbaarheid, het steeds langere arbeidzame level als de arbeidsproductiviteit van werkenden op peil te houden en waar mogelijk te vergroten vormen LLO-investeringen een belangrijke schakel in de weerbaarheid

en wendbaarheid van de Nederlandse beroepsbevolking. De verantwoordelijkheid voor LLO-investeringen ligt primair bij werkgevers en werkenden, maar komt om uiteenlopende redenen (bijvoorbeeld door onvoldoende prikkels, ontoereikende eigen middelen of suboptimaal gedrag) niet noodzakelijk (in voldoende mate) tot stand. Ondanks ingrijpende economische ontwikkelingen is in Nederland de deelname van werkenden en werkzoekenden aan LLO vrijwel gelijk gebleven de afgelopen jaren, met een aanhoudende kloof tussen lager en hoger opgeleiden, flexwerkers en vaste werknemers, en ouderen en jongeren.

Er zijn verschillende beleidsopties gepresenteerd in de afgelopen jaren (zie Ter Weel et al., 2018 voor een overzicht). Het toewijzen van leerrechten aan het individu lijkt de meest effectieve optie. Bij het ontwerpen en invoeren van een systeem van leerrechten is het van belang dat het rendement op de additionele LLO-investeringen hoog is. Hoe hoger het rendement, hoe hoger de toename in het bruto jaarinkomen en de baankans en daarmee de belastinginkomsten en besparingen voor de overheid. Van belang is dus dat de leerrechten worden ingezet voor opleidingen die een hoger rendement hebben dan de huidige opleidingen en trainingen die worden aangeboden. Hiervoor is zowel aan de kant van publieke aanbieders en private aanbieders van opleidingen werk aan de winkel. Ten tweede, de mate waarin toegekende leerrechten worden opgenomen. Op dit moment zijn investeringen niet hoog genoeg om substantiële afschrijven door transitie teniet te doen. Beleid zal daarom moeten worden ontwikkeld om een betere leercultuur in Nederland te creëren. Ten derde is van belang in hoeverre substitutie van huidige LLO-investeringen plaatsvindt. Hoe lager de substitutie, hoe meer er additioneel geïnvesteerd wordt en dus hoe meer rendement er tegenover de kosten wordt behaald. Lagere substitutie kan worden bereikt door aanbod van onderwijs en scholing te creëren dat additioneler is dan op dit moment het geval is. Beleid dat zich richt op een leercultuur die de opname stimuleert, een aanbod van scholing met een hoog rendement en beleid dat in staat is om additionele scholing te stimuleren beïnvloedt het maatschappelijke en financiële succes van het toekennen van leerrechten aan de Nederlandse beroepsbevolking.

Driestromenland

Wet- en regelgeving op de Nederlandse arbeidsmarkt leidt tot beperkte mobiliteit en onevenwichtige kosten tijdens crises. De arbeidsmobiliteit in Nederland is scheef verdeeld: werkenden met een vast contract zijn immobiel en werkenden in een flexibele vorm (tijdelijke contracten, zzp'ers, uitzendwerkers) zijn zeer mobiel. Dit leidt niet tot een optimale allocatie van vraag en aanbod, wat goed te zien is bij het stuklopen van vaste contracten en de inkomensklappen die worden opgevangen door flexibele krachten tijdens de huidige crisis. Werkenden met een vast contract die hun baan verliezen zijn vaak langdurig werkloos als gevolg van eenzijdig opgebouwde kennis en vaardigheden, te hoge verwachtingen omtrent een nieuwe baan en forse uitkeringsduur. Werkenden met een flexibel contract worden gedwongen hun consumptie aan te passen en te stutten met opdrachten of contracten die niet optimaal zijn gezien hun kennis en vaardigheden. Deze situatie zorgt voor beperkte vrijwillige mobiliteit in tijden van hoogconjunctuur en vooral gedwongen mobiliteit in tijden van recessie.

Op termijn is het effectiever om toe te werken naar één contractvorm waarbij rechten worden opgebouwd op basis van de duur van het contract, werkgevers worden beloond voor de indienstneming van mensen met lagere kosten en werkenden zelf investeren in hun inzetbaarheid. Werkenden zijn hierdoor weerbaarder als het gaat om schokken die hen treffen omdat hun menselijk kapitaal niet alleen vorm krijgt door bedrijfsspecifieke investeringen en hun buffers in orde zijn (pensioen, arbeidsongeschiktheid en werkloosheid), bedrijven wendbaarder doordat er een betere

balans tot stand komt tussen de goede zorg voor het personeel en de mogelijkheden om af te schalen in crises en de arbeidsmarkt veerkrachtiger doordat meer stromen op gang komen en het eenvoudiger is de stromen te richten op kansrijkere beroepen en sectoren (Eichhorst et al., 2018).

Een mogelijke ‘bijwerking’ van een dergelijk contract is dat werkgevers minder vaak een beroep doen op werkenden voor periodieke of zeer korte klussen (zoals seizoensarbeid of het invallen voor zieke werknemers), terughoudend zijn in het aannemen van mensen van wie onduidelijk is hoe productief ze zijn (zoals jongeren en anderen met korte of ontbrekende werkervaring) en terughoudend zijn bij het aanstellen van nieuwe mensen als er zich onzekere economische tijden aandienen. Een oplossing voor deze werkenden is dat zij via goed georganiseerd uitzendwerk in een goed gereguleerde uitzendsector aan het werk worden geholpen. De derde stroom werkenden bestaat uit (zelfstandig) ondernemers. Zij concurreren met werknemers waarbij eisen omtrent weerbaarheid gelden als het gaat om schokken en buffers.

Op deze manier komen stromen op gang en worden de kosten van crises beter verdeeld over werkenden. De situatie dat een klein deel van de beroepsbevolking de kosten draagt wordt voorkomen door flexibiliteit in gewerkte uren en mogelijk ook in inkomen.

5.3 Transities

Het inzetten van middelen om transities, zoals verduurzaming en digitalisering van de economie, is een veelgehoord antwoord op de vraag hoe de crisis tegemoet te treden. Daarnaast is de manier waarop we kijken naar het economisch systeem mogelijk veranderd door de gevolgen van een pandemie en vraagt dat om een adequate verdediging.

5.3.1 Groene transitie en digitalisering

Het idee van groene groei of groei door vergroening komt vaak langs als het over herstelbeleid gaat. De filosofie van een tweesnijdend zwaard – groeien door het belasten van milieuvervuiling en ontlasten van de productiefactor arbeid om daarmee (groene) economische groei te stimuleren klinkt aantrekkelijk. Het tweesnijdend zwaard bestaat echter niet (zie Van der Ploeg, 2006; Stolwijk, 2011). Dus “groene groei uit de crisis” is een utopie:

“Voor de huidige welvaart heeft economisch beleid gericht op een groene groei twee kanten. Enerzijds leidt het tot nieuwe kennis, nieuwe werkgelegenheid en de ontwikkeling van nieuwe sectoren. Maar anderzijds ook tot kapitaalvernietiging, faillissementen en, in sommige sectoren, tot een afname van de werkgelegenheid. De ervaring en de economische logica leren dat er bij invoering van groene beleidsmaatregelen slechts zelden sprake is van een win-winsituatie. De les voor beleidsmakers is dat uitruilen tussen welvaart-nu versus welvaart-later de boventoon voeren.” (Stolwijk, 2011)

Het verdiepen van de huidige crisis voor de vervuilende economie door extra lastenverzwaring voor en/of extra eisen te stellen aan de productie door deze bedrijven (zie bijvoorbeeld Schoemaker, 2020) om zo een versnelde herstructurering richting een groene economie te bewerkstelligen, vergroot de kans op blijvende economische schade als gevolg van hysteresis. Het verdiept immers de huidige crisis voor deze bedrijven, en verdiept daarmee de investeringsdip in fysiek en menselijk kapitaal. Er zal ook zonder aanvullende eisen aan de milieubelastende economie al een

groot beroep gedaan worden op de veerkracht van de economie, en ook zonder deze eisen zal er al substantiële sectorale reallocatie moeten plaatsvinden, die met de nodige economische en sociale pijn gepaard zal gaan. Het ligt dus meer voor de hand om dit type maatregelen te nemen op een moment dat de economie op of boven potentieel groeit, omdat de economische en sociale kosten die gepaard gaan met een economische herstructurering richting een groene economie op dat moment lager zijn en gemakkelijker opgebracht kunnen worden.

Een tweede reden om niet nu extra te investeren is dat de productiviteit van verduurzaming eerder lager dan hoger ligt dan die van de huidige economie. Dat betekent niet dat deze investeringen niet moeten plaatsvinden, maar dat in een periode van crisis deze investeringen niet zullen leiden tot de beste businesscases.

Op de korte en middellange termijn kan het naar voren halen van (publieke) investeringen een optie zijn om de vraaguitval te dempen (zie paragraaf 3.1.2). In de prioritering van publieke investeringen die naar voren gehaald kunnen worden kan uiteraard wel de mate waarin deze investeringen bijdragen aan de vergroening van de economie meegewogen worden als een criterium. Publieke investeringen die de (energie)transitie versnellen of op een andere wijze bijdragen aan de vergroening van de economie (bijvoorbeeld investeringen in verduurzaming in de gebouwde omgeving) zouden met meer prioriteit naar voren gehaald kunnen worden. Overigens is het opmerkelijk dat op de lijstjes die momenteel circuleren voor prioritering vooralsnog ook veel projecten figureren die niet tot vergroening leiden, zoals het versnellen van de aanleg van (snel)wegen en andere projecten die mobiliteit stimuleren (zie bijvoorbeeld EIB, 2020).

In het verlengde hiervan kan ook gedacht worden aan publieke investeringen in het verder aanjagen van digitalisering. De digitalisering van de economie heeft momentum gekregen door de coronacrisis (Brouwer en Hilhorst, 2020). Als er publieke investeringsprojecten voor digitalisering met een positieve mkba zijn die naar voren gehaald kunnen worden (bijvoorbeeld investeringen in IT infrastructuur en beveiliging), zou dit een manier zijn om tegelijk vraaguitval te beperken en het momentum dat er nu is voor versnelde adaptatie te gebruiken en ondersteunen.

Zoals aangegeven in de vorige hoofdstukken zijn er wel verschillende haken en ogen aan het naar voren halen van dergelijke investeringen, omdat het in de praktijk lastig blijkt om investeringen substantieel te versnellen, en omdat het concentreren van investeringsprojecten in 2021 en 2022 beperkt wordt door de stikstof-/PFAS-problematiek. Daarnaast is het niet altijd duidelijk welke investeringen prioriteit moeten hebben en spelen deze discussies op zowel landelijk als Europees niveau wat een heldere afweging niet eenvoudiger maakt.

5.3.2 Wapenen tegen pandemieën

Een ander punt om op de lange termijn rekening mee te houden is de mate waarin de economie zich (al dan niet geprikkeld door beleid) zal proberen te ‘wapenen’ tegen pandemieën. Het kan dan gaan om *re-sourcing* van productiecapaciteit uit het buitenland, maar ook om voorraadvorming.

Aan *re-sourcing* zitten voor- en nadelen. Enerzijds maken kortere aanvoerlijnen bedrijven minder gevoelig voor schokken in andere landen. Anderzijds wordt de productie door terugverplaatsing minder efficiënt, duurder voor de consument en juist gevoeliger voor schokken in het thuisland. Diversificatie van de productieketens, waarbij (back-ups voor) bepaalde onderdelen of specifieke

producten (ook) in eigen land of regio worden geproduceerd en afgenomen, kan een antwoord zijn op het feit dat *re-sourcing* leidt tot grotere afhankelijkheid van productie in het thuisland. Diversificatie maakt de productieketen dus minder kwetsbaar, maar wel duurder (Bouman, 2020). Dit raakt ook aan de knooppuntfunctie van Nederland. Een meer indirect risico van deze tendens op langere termijn is dat overheden *re-sourcing* mogelijk gaan afdwingen door handelsbarrières weer te verhogen en nationale productie te stimuleren via staatssteunconstructies. Dat leidt uiteindelijk tot minder welvaart. De kunst zal dus zijn een balans te vinden tussen de wens om productieketens minder kwetsbaar te maken, en anderzijds een relatief efficiënte internationale productiestructuur niet met het badwater weg te gooien. Hiermee treden structuurveranderingen op die tot fricties en economische inefficiënties kunnen leiden. Van belang is om op Europees niveau afspraken te maken waarbij de interne markt in de Unie als uitgangspunt wordt genomen. Door op Europees niveau samen te werken is het mogelijk om comparatieve voordelen te benutten, te handelen zonder barrières en innovatie te stimuleren waardoor de schade beperkt kan blijven.

Hetzelfde dilemma tussen efficiënte productie en kwetsbaarheid van de productieketen speelt ook bij voorraadvorming. Beleidsmaatregelen in de sfeer van de waardering en fiscale behandeling van voorraadvorming kunnen grote ondernemingen stimuleren om meer voorraden van cruciale intermediaire inputs aan te houden. De OESO (2020) suggereert bijvoorbeeld een (tijdelijke) verruiming van de fiscale behandeling van de voorraadvorming in de Vpb die bedrijven prikkels zou geven om van een waardering van first-in-first-out naar waardering van last-in-first-out te verschuiven. Dit kan volgens de OESO tot een aanzienlijke verlichting van de belastingheffing op voorraden leiden, en daarmee strategische voorraadvorming stimuleren.

5.4 Overheidsfinanciën

Op de lange termijn zal herstel van de overheidsfinanciën noodzakelijk zijn: naar het zich laat aanzien komen overheidsschuld en EMU-saldo op middellange termijn uit boven de Europese grenswaarden. Voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën geldt dat er in de laatste update voor de coronacrisis (CPB 2020a) al sprake was van een houdbaarheidstekort van -0,8 procent bbp, en dat tekort zal flink groter worden door de crisis. Herstel van de overheidsfinanciën na de post-corona recessie is dus nodig. In het gunstige scenario is dat vanaf eind 2021, in het tweede scenario minimaal een jaar later.

Hier is het onderscheid tussen korte- en langetermijnhoudbaarheid van belang. Voor de langetermijnhoudbaarheid van de overheidsfinanciën (zoals berekend in de houdbaarheidssommen van het CPB) geldt dat in de techniek van deze sommen een hogere productiviteit *ceteris paribus* tot een vermindering van de houdbaarheid leidt, omdat overheidsuitgaven op lange termijn sterker gekoppeld zijn aan productiviteit dan aan de inkomsten.²² Dat neemt niet weg dat de te verdelen koek

²² “Door de hogere productiviteitsgroei nemen de overheidsuitgaven toe in termen van bbp. Omdat de lonen meer stijgen dan het bbp stijgen de overheidsuitgaven die gekoppeld zijn aan de lonen uitgedrukt in % bbp. Tegelijkertijd nemen de overheidsinkomsten als aandeel van het bbp af door hogere productiviteitsgroei. De hogere lonen leiden tot hogere inkomsten uit loonheffing en meer indexatie van de pensioenen, waardoor de aftrekbare pensioenpremies omhoog moeten. Tegelijkertijd stijgen de pensioenuitkeringen in de tweede pijler en het financieel vermogen van huishoudens minder sterk dan het bbp. Dit komt omdat aangenomen is dat het rendement ongewijzigd is, terwijl het bbp wel meer groeit. Dit zorgt ervoor dat de belasting op pensioeninkomen en de belasting op vermogens verhoudingsgewijs afnemen en de directe belastingen op huishoudens dalen.” (CPB, 2019, blz. 42-43)

wel groter is bij een hogere productiviteitsgroei, en dat de pijn van maatregelen om een houdbaarheidstekort weg te werken dan gemakkelijker te dragen is (zie hoofdstuk 4 van CPB, 2019).

Voor de kortetermijnhoudbaarheid van de overheidsfinanciën gaat het om de financierbaarheid van de staatsschuld en de rente die daarover wordt betaald, en is het uiteraard wel zo dat op de korte termijn een hogere economische groei *ceteris paribus* leidt tot betere overheidsfinanciën (meer inkomsten en minder uitgaven), en daarmee de kans op acute schuldfinancieringsproblemen verkleint en de credit rating verbetert. In die zin is beleid dat erin slaagt om op korte termijn voor de financiële markten geloofwaardig te maken dat het groeibevorderend werkt te verkiezen.

Beleid ter verbetering houdbaarheid

Het ligt voor de hand de reparatie van de overheidsfinanciën te koppelen aan hervormingen die op lange termijn ook welvaartsverhogend zijn. Daarbij kunnen zowel maatregelen genomen worden die direct geld opleveren, als maatregelen die langzaam ingroeien, bijvoorbeeld omdat ze gekoppeld zijn aan vergrijzingsgevoelige uitgaven. Een goede mix van beide typen maatregelen voorkomt bovendien dat de negatieve bestedingseffecten op korte termijn de economische groei sterk drukken.²³

Gedacht kan worden aan hervormingen van het fiscale stelsel en verdere hervormingen op de woningmarkt. Voor een verhoging van lasten op immobiele grondslagen als onroerend goed – eventueel in combinatie met een lastenverlichting op arbeid – zijn goede argumenten.²⁴ Dit geldt ook voor het verhogen van het verlaagde btw-tarief. Op de arbeidsmarkt zijn hervormingen mogelijk om de verschillen tussen contractvormen kleiner te maken en prikkels voor activering te vergroten (Commissie Regulering van Werk, 2020), waarvan een aantal ook gepaard gaan met een opbrengst voor de overheidsfinanciën, zoals bijvoorbeeld het afschaffen of afbouwen van de MKB-winstvrijstelling en de zelfstandigenaftrek, en een verkorting van de WW-duur.

Voor veel van deze hervormingen ligt een geleidelijke ingroei in de rede, omdat het vaak gaat om ingrijpende maatregelen met forse inkomenseffecten voor de betrokken groepen.

5.5 Financiële sector

Het vorige hoofdstuk beschreef risico's voor de financiële sector op de middellange termijn en bijpassend beleid. Dat hoofdstuk is er vooral op gericht op de directe impact op de financiële sector te verzachten. Echter, er is ook meer structureel beleid nodig voor de financiële sector, dat wordt in deze paragraaf besproken. Een belangrijk risico zijn onhoudbare overheidsfinanciën, wat al sinds de eurocrisis een probleem is en voorlopig ook zal blijven. Indien dit escaleert, kan het tot een eurocrisis leiden. De remedie hiervoor is de voltooiing van de bankenunie. Deze paragraaf beschrijft beleidsopties voor het voltooiën van de bankenunie.

²³ De recente heroverwegingsrapporten, de kansrijk studies van het CPB en het rapport van de Adviescommissie belastingheffing multinationals en de Commissie Regulering van werk kunnen inspiratie bieden.

²⁴ Zie CPB (2020c), Update kansrijk woonbeleid en Van Eijkel en Vermeulen (2015), Een ruimer lokaal belastinggebied.

Voltooing Europese bankenunie

Risico's

De verwevenheid tussen banken en nationale overheden is afgenomen, maar met name in Spanje en Italië nog groot (CPB, 2020d). Spaanse en Italiaanse banken hebben relatief veel overheidsobligaties op hun balans staan, en dus een grote blootstelling aan risico's voor overheidsfinanciën. Door de huidige recessie zal de staatsschuld waarschijnlijk toenemen, t.o.v. een alreeds hoog niveau, wat waarschijnlijk leidt tot hogere rentes op staatsobligaties. Hierdoor stijgen de rentelasten van de overheid en neemt de terugbetaalcapaciteit af, wat ertoe leidt dat prijzen dalen en dat banken verliezen moeten nemen op hun portfolio. Die verliezen worden dan nationaal opgevangen, omdat er geen Europees garantiestelsel is, wat de crisis in die landen alleen maar verergert (CPB, 2020d). Verder vormt een verzwakte bankensector ook een risico voor de overheidsfinanciën, wat de *doom loop* uitvergroot (CPB, 2018). Verder heeft Nederland ook grote blootstellingen aan Spanje en Italië, waarmee de risico's voor Nederland ook groot zijn (CPB, 2020d).

De eurocrisis die volgende na de financiële crisis was het gevolg van te hoge overheidsschulden, een verzwakte bankensector en een diepe recessie. De bankensector is in ieder geval beduidend minder zwak, de regels zijn aangescherpt en banken hebben meer kapitaal (CPB, 2020d; ECB, 2020; IMF, 2020a). Echter, de komende recessie is waarschijnlijk dieper dan tijdens de financiële of eurocrisis (IMF, 2020a). Daarnaast hebben veel Europese landen nog steeds een te hoge staatsschuld, ver boven de 60 procent van het BBP zoals afgesproken in het Verdrag van Maastricht. Dit maakt de eurozone kwetsbaar voor een tweede eurocrisis.

Bepaalde landen kunnen toegang tot financiële markten verliezen als de recessie verhevigt en de financiële markten de terugbetaalcapaciteit van overheden in twijfel gaan trekken. Omdat de kredietwaardigheid van overheden verslechtert, nemen de risico's voor banken met een groot nationaal staatsobligatieportefeuille toe (CPB, 2020d). Banken komen in zwaar weer, moeten meer voorzieningen aanhouden en kunnen minder geld uitlenen aan de reële economie, wat de recessie dieper maakt en de terugbetaalcapaciteit van de overheid verslechtert etc. Het is dus cruciaal om deze neerwaartse spiraal te doorbreken. Het belangrijkste voor de lange termijn is om de innige omhelzing van nationale overheden en banken te doorbreken.

Beleidsopties

Het aanpakken van dezes *bank-sovereign nexus* aan te pakken vereist de voltooiing van de bankenunie (CPB, 2018). Hierbij horen drie aspecten. Ten eerste, de preferentie behandeling van staatsobligaties voor banken moet worden beëindigd. Ten tweede, een Europees depositogarantiestelsel moet ervoor zorgen dat risico's beter worden verspreid, wat de grootte van een schok voor een land vermindert. Ten derde, een Europees resolutiefonds moet ervoor zorgen dat faillissementen van banken ordelijk worden afgehandeld.

Onder de huidige Baselregels krijgen staatsobligaties een risicogewicht van 0. Dit betekent dat banken geen kapitaal hoeven te stellen tegenover hun portfolio aan staatsobligaties voor de berekening van risico-gewogen kapitaalratio's.²⁵ Hierdoor hebben banken ten eerste minder kapitaal om verliezen op staatsobligaties op te vangen en is er ten tweede geen prikkel om het portfolio af te bouwen (CPB, 2020d). Integendeel, er is een prikkel om het portfolio juist op te bouwen, omdat

²⁵ Wel bij de berekening van ongewogen kapitaalratio's.

er geen kapitaal tegenover hoeft te worden gezet. De oplossing hiervoor is om positieve risicogewichten aan staatsobligaties toe te kennen.²⁶ CPB (2018) beargumenteert dat er verdere nadelen zitten hieraan, gezien de kapitaalbuffer maar beperkt zou toenemen en de invoering van risicogewichten kan leiden tot rentestijgingen bij risicovolle staatsobligaties.

Het instellen van een maximum aan nationale staatsschuld op bankbalansen is daarom een betere maatregel (CPB, 2018). Let wel dat dit gaat om nationale staatsschuld, het is mogelijk dat banken hun portfolio aan staatsobligaties beter diversifiëren, maar dan neemt de verwevenheid met de eigen overheid wel af. Naast een expliciet limiet is het ook mogelijk om banken te verplichten extra kapitaal aan te houden bij een te hoog aandeel nationale staatsschuld op de balans (Véron, 2017). Hierdoor hebben banken de prikkel om niet boven een gezette grenswaarde uit te komen, wat leidt tot minder concentratie en meer diversificatie.

Ten tweede, depositogarantiestelsels zijn nu nog nationaal ingericht. Dit houdt in dat alle risico's in het land zelf neerstrijken. In het geval van een zeer grote crisis, kan dit het land nog zwakker maken (CPB, 2018). Als consumenten het vertrouwen verliezen in de garantie, kan er in het ergste geval een *bank run* ontstaan (Diamond & Dybvig, 1983). Met een Europees depositogarantiestelsel is dit risico kleiner. Met een Europees systeem kunnen deposito's worden beschermd zonder een direct beroep te doen op de solvabiliteit van de nationale overheid (CPB, 2018).

Het derde aspect van de bankenunie is een *Single Resolution Fund*, een Europees afwikkelingsfonds. Dit fonds wordt gebruikt als banken afgewikkeld moeten worden na een faillissement (CPB, 2018). Dit afwikkelingsfonds vermindert ook de druk die banken leggen op de solvabiliteit van nationale overheden. CPB (2018) stelt dat de Nederlandse overheid profijt had gehad van een afwikkelingsfonds bij de redding van ABN-AMRO, ING en SNS Bank. Dit gezamenlijke afwikkelingsfonds houdt wel in dat er risicodeling is. Risicoreductie zal dus ook moeten plaatsvinden om dit goed te laten werken.

De belangrijkste afweging is over de snelheid en vormgeving van de bankenunie. Risicoreductie en risicodeling moeten uiteindelijk samengaan, maar het politieke vraagstuk is of ze gelijktijdig moeten worden doorgevoerd of dat risicodeling pas kan gebeuren na risicoreductie. Bij gelijktijdige invoering, bestaat het risico dat de nadruk komt te liggen op risicodeling, wat nadelig zou zijn voor financieel weerbare landen zoals Nederland. Er spreekt daarom veel voor om risicoreductie eerder te laten plaatsvinden. Op zichzelf is risicoreductie een goede maatregel, zo wordt het financiële stelsel weerbaarder. Daarnaast vergroot het ook het draagvlak voor risicodeling, omdat dan zowel weerbare als kwetsbare landen er geen groot nadeel van ondervinden.

²⁶ Angeloni (2020) merkt op dat dit Europese banken internationaal gezien benadeelt, maar dat dit wel een vereiste is voor het voltooien van de bankenunie.

6 Conclusies

Er is geen kant-en-klaar recept of lijstje met maatregelen dat kan worden genomen om snel uit de coronacrisis te komen. Er is wel een aantal lijnen zichtbaar waarlangs een effectieve beleidsrespons de economische effecten kan proberen te beperken. Het is belangrijk om bij die respons rekening te houden met de verschillende fases van economische malaise.

Op dit moment zijn noodmaatregelen van kracht. De maatregelen zijn gericht op het verschaffen van liquiditeit aan huishoudens en bedrijven. Deze maatregelen worden na de zomer afgebouwd als de situatie rondom het virus normaliseert en steeds meer bedrijven weer kunnen produceren. Er zijn twee opties als het gaat om afbouw: de noodmaatregelen voorzien van extra prikkels om arbeidsstromen op gang te helpen richting beroepen en sectoren waar meer vraag is en extra prikkels om bedrijfseconomische aanpassingen bij bedrijven niet langer dan noodzakelijk uit te stellen. Dat gaat leiden tot herstructurering en (een sneller) oplopende werkloosheid. Daarom zijn aanvullende maatregelen nodig om de recessie te dempen. Fiscale prikkels voor huishoudens om te consumeren (zoals lagere belastingen), fiscale prikkels voor bedrijven gericht op uitstel van belastingen, het tijdelijk veranderen van fiscale regelgeving, het bieden van garanties en het waar mogelijk naar voren halen van publieke investeringen kunnen effectief zijn als aanvulling op de aflopende noodmaatregelen. Een voorwaarde voor succes is dat de maatregelen door de overheid op relatief korte termijn moeten kunnen worden genomen (*timing*), dat ze *tijdelijk* van aard zijn en *gericht* zijn op daar waar de problemen ontstaan.

Op middellange termijn moet het risico op hysteresis worden beperkt. Hysteresis is een negatieve spiraal die ontstaat op het moment dat er voor een langere periode een substantiële output gap blijft bestaan. Hierdoor ontstaat schade aan het kapitaal (fysiek en menselijk). Bovendien neemt naarmate de recessie langer duurt de kans op besmetting van de financiële sector en de woningmarkt toe. Generieke beleidsmaatregelen voor het beperken van hysteresis bij menselijk kapitaal zijn bijvoorbeeld tijdelijke intensivering van actief arbeidsmarktbeleid en het laten mee-ademen van (de duur van) werkloosheidsuitkeringen met de conjunctuur, waardoor er macro-economisch een efficiëntere allocatie van vraag en aanbod tot stand komt. Combinaties van deze instrumenten zoals een deeltijd-WW in combinatie met een scholingsverplichting bieden ook mogelijkheden om vraaguitval te dempen en een impuls in de kwaliteit van arbeid te bewerkstelligen. Voor het verzachten van de investeringsdip in fysiek kapitaal en innovatie kan een tijdelijke uitbreiding van de willekeurige afschrijving, de achterwaartse verliesverrekening en de WBSO mogelijk enige soelaas bieden. Het is van belang om voldoende prikkels in te bouwen voor mobiliteit en vernieuwing zodat banen en bedrijven zonder toekomstperspectief niet kunstmatig in leven worden gehouden. Daarom is herkapitalisatie van bedrijven niet de meeste effectieve vorm om bedrijven te helpen en is het gevaar van instrumenten als de deeltijd-WW dat werkenden in hun huidige baan blijven vastzitten terwijl die op middellange termijn weinig perspectief biedt.

Besmetting van de financiële sector en woningmarkt kan op middellange termijn optreden. Er is een aantal maatregelen die monetaire autoriteiten en toezichthouders in de financiële sector kunnen nemen om die risico's te beperken. Flexibiliteit in regelgeving kan worden gebruikt om niet-presterende leningen proactief te herkennen, *bad banks* kunnen indien nodig worden gecreëerd om

bankbalansen te verstevigen en monetair beleid kan liquiditeit verschaffen aan marktpartijen om *bank runs* te voorkomen. Op de woningmarkt is het aan de vraagkant mogelijk om garanties uit te breiden en ingezet beleid dat op lange termijn de markt verbetert niet op korte termijn al te intensiveren (zoals de afbouw van de hypotheekrenteaftrek). Dit biedt zekerheid voor (toekomstige) huizenbezitters. Aan de vraagkant kunnen garanties worden gegeven om sneller van start te kunnen met het bouwen van woningen, die moeten worden afgewogen tegen het gevaar dat de risico's worden afgewenteld op het collectief.

Langetermijnbeleid is vooral kansrijk als het de structuur van de economie verbetert. De productiviteitsgroei kan omhoog door investeringen in fundamenteel onderzoek dat het liefst op Europees niveau vorm krijgt. Dat vraagt om hervormingen van de arbeidsmarkt zodat talent kan stromen naar plaatsen waar dat het meest productief is en harmonisatie van wet- en regelgeving zodat onderzoek ook daadwerkelijk kan plaatsvinden zonder belemmeringen. Daarnaast kan het arbeidsaanbod in Nederland worden verbeterd door investeringen in funderend, beroeps- en hoger onderwijs. Inzetten op betere docenten, een betere aansluiting op de arbeidsmarkt en toegankelijkheid voor ieder talent zijn effectieve maatregelen. Op het terrein van permanent leren kan progressie worden geboekt door het rendement op scholing te verbeteren met een beter aanbod, een leercultuur te bevorderen zodat er ook daadwerkelijk wordt geïnvesteerd en de opleidingen aanvullend te laten zijn op huidige inspanningen. Ten slotte kunnen op termijn de overheidsfinanciën weer op orde worden gebracht met hervormingen van het belastingstelsel, de arbeidsmarkt en de woningmarkt die op lange termijn ook welvaartsverhogend zijn. Daarbij kunnen zowel maatregelen genomen worden die direct geld opleveren, als maatregelen die langzaam ingroeien, bijvoorbeeld omdat ze gekoppeld zijn aan vergrijzingsgevoelige uitgaven.

Ten slotte zijn veel beleidsinspanningen gericht op het inrichten van fondsen om transities te versnellen. Het gaat hierbij vooral om extra middelen voor energiebeleid, verduurzaming en digitalisering. Deze extra middelen kunnen effectief zijn als ze helpen om ingezet beleid te ondersteunen of versnellen – zoals bijvoorbeeld het versneld isoleren van woningen als de vraag in de bouw terugvalt. De timing van deze investeringen dient daarvoor goed aan te sluiten bij de crisis, wat in de praktijk moeilijk is gebleken. Dat zou kunnen leiden tot extra investeringen als de economie weer aantrekt, wat suboptimaal is.

Literatuur

- Aalbers, R., Shestalova, V., & Kocsis, V. (2012). Innovation policy for directing technical change in the power sector, *CPB Discussion Paper* 223.
- Abiad, A., R. Balakrishnan, P.K. Brooks, D. Leigh & I. Tytell, (2013), What's the Damage? Medium-term Output Dynamics After Financial Crises, in S. Claessens, M.A. Kose, L. Laeven and Fabián Valencia (eds), *Financial Crises Causes, Consequences, and Policy Responses*, Washington, D.C.: IMF.
- Acemoglu, D., Aghion, P., Bursztyn, L., & Hémous, D. (2012). The environment and directed technical change, *American Economic Review*, 102(1), 131-166.
- Adema, Y., & Van Tilburg, I. (2018). Vertraagde loonontwikkeling in Nederland ontrafeld, CPB Policy Brief 2018/12, CPB: Den Haag.
- Aghion, P., Angeletos, G.-M., Banerjee, A., & Manova, K. (2010). Volatility and growth: credit constraints and the composition of investment, *Journal of Monetary Economics*, 57(3), 246-265.
- Aghion, P., Dechezleprêtre, A., Hémous, D., Martin, R., & Van Reenen, J. (2016). Carbon taxes, path dependency, and directed technical change: Evidence from the auto industry, *Journal of Political Economy*, 124(1), 1-51.
- Aghion, P., P. Askenazy, N. Berman, G. Cette & L. Eymard (2012). Credit constraints and the cyclicity of R&D investment: evidence from France. *Journal of the European Economic Association*, 10(5): 1001-1024.
- Akcigit, U., & Kerr, W.R. (2018). Growth through heterogeneous innovations, *Journal of Political Economy* 126(4), 1374-1443.
- Aldasoro, I., Fender, I., Hardy, B., & Tarashev, N. (2020). Effects of Covid-19 on the banking sector: the market's assessment. Bank for International Settlements: BIS Bulletin, No. 12.
- Andersson, M., Kok, C., Mirza, H., Móré, C., & Mosthaf, J. (2018). How can euro area banks reach sustainable profitability in the future? *Financial Stability Review*, ECB, November.
- Angeloni, I. (2020). *Beyond the pandemic: Reviving Europe's Banking Union*. London: CEPR Press.
- Ari, A., Chen, S., & Ratnovski, L. (2019). The dynamics of non-performing loans during banking crises: A new database, *IMF Working Paper* 19/272.
- Ari, A., Chen, S., & Ratnovski, L. (2020). COVID-19 and non-performing loans: lessons from past crises, *ECB Research Bulletin* No. 71.
- Autor, D., Dorn, D., Katz, L.F., Patterson, C., & Van Reenen, J. (2020). The fall of the labor share and the rise of superstar firms, *Quarterly Journal of Economics*, 135(2), 645-709.
- Balgova, M., Plekhanov, A., Skrzypinska, M. (2017) Reducing non-performing loans: Stylized facts and economic impact. *American Economic Association 2018 Annual Meeting: Non-Performing Loans: Causes, Effects and Remedies*.
- Barro, R. J. (2001). Human capital and growth, *American Economic Review*, 91(2), 12-17.
- Bax, M., Bongers, F., Groot Beumer, F., Janssen, M., Keizer, C., & Rosenboom, P. (2019). Evaluatie SEED Capital-regeling, Groeifaciliteit & Dutch Venture Initiative. Dialogic/ECE/Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Beck, T. (2020a). Finance in the times of coronavirus. In: Baldwin, R. & Weber di Mauro, B. (eds), *Economics in times of Covid-19*, a VoxEU.org eBook, CEPR Press.
- Beck, T. (2020b). Finance in times of COVID-19: What next?. In: Baldwin, R. & Weber di Mauro, B. (eds), *Mitigating the COVID-19 economic crisis: Act fast and do whatever it takes*, a VoxEU.org eBook, CEPR Press.

- Bell, A., Chetty, R., Jaravel, X., Petkova, N., & Van Reenen, J. (2019). Who becomes an inventor in America? The importance of exposure to innovation, *Quarterly Journal of Economics*, 134(2), 647-713.
- Bernanke, B.S., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1996). The financial accelerator and flight to quality, *Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1-15.
- Bijlsma, J., Veldhuizen, S. van, & Vogt, B. (2015). Een wereld zonder banken?, CPB Policy Brief 2015/14, CPB: Den Haag.
- Bils, M., & Klenow, P.J. (2000). Does schooling cause growth?, *American Economic Review*, 90(5), 1160-1183.
- Bisschop, P., Zwetsloot, J., Ter Weel, B., & Van Kesteren, J. (2020). *De overgang van mbo naar de arbeidsmarkt*, SEO Rapport 2020-05, Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek.
- Blanford, G., Aalbers, G., Bollen, J. & Folmer, K. (2015). Technological uncertainty in meeting Europe's decarbonisation goals, *CPB Discussion Paper 301*.
- Bloom, N., Jones, C.I., Van Reenen, J., & Webb, M. (2019). Are ideas getting harder to find?, *American Economic Review*, 110(4), 1104-1144.
- Blundell, R., M. Costa Dias, C. Meghir & J. van Reenen (2004). Evaluating the employment impact of a mandatory job search program. *Journal of the European Economic Association*, 2(4): 569-606.
- Bolhaar, J., N. Ketel & B. van der Klaauw (2019). Job search periods for welfare applicants: evidence from a randomized experiment. *American Economic Journal: Applied Economics*, 11(1): 92-125.
- Boot, A., Carletti, E., Kotz, H.-H., Krahnen, J.P., Pelizzon, L., & Subrahmanyam, M. (2020). The coronavirus and financial stability, *SAFE Policy Letter 78*.
- Borio, C., & Restoy, F. (2020). Reflections on regulatory responses to the Covid-19 pandemic. Bank for International Settlements: *FSI Briefs*, No. 1.
- Bouman, M. (2020). Verstoorde productieketens zijn geen reden om alles weer zelf te maken. Integendeel. <http://mathijsbouman.nl/verstoorde-productieketens-zijn-geen-reden-om-alles-weer-zelf-te-maken-integendeel/>.
- Brei, M., Gambacorta, L., Lucchetta, M., & Parigi, B.M. (2020). Bad bank resolutions and bank lending, *BIS Working Papers*, No. 837.
- Brouwer, E., & Hilhorst, C. (2020). Coronacrisis heeft positieve uitwerking op digitalisering en productiviteit. *Financieel Dagblad* (15 april 2020). <https://fd.nl/opinie/1341521/coronacrisis-heeft-positieve-uitwerking-op-digitalisering-en-productiviteit>.
- Caballero R.J., T. Hoshi & A.K. Kasyap (2008), Zombie lending and depressed restructuring in Japan, *American Economic Review*, vol. 98 no. 5: pp 1943-77
- Cahuc, P. & S. Carcillo (2011). *Is short-time work a good method to keep unemployment down?* IZA Discussion Paper No. 5430. IZA: Bonn.
- Cahuc, P., S. Carcillo & T. Le Barbanchon (2019). The effectiveness of hiring credits. *Review of Economic Studies*, 86(2): 593-626.
- Card, D., J. Kluve & A. Weber (2018). What works? A meta-analysis of recent active labor market program evaluations. *Journal of the European Economic Association*, 16(3): 894-931.
- Chetty, R. (2006). A general formula for the optimal level of social insurance. *Journal of Public Economics*, 90(10): 1879-1901.
- Coelho, R., & Prenio, J. (2020). Covid-19 and operational resilience: addressing financial institutions' operational challenges in a pandemic. Bank for International Settlements: *FSI Briefs*, No. 2.
- Commissie Regulering van Werk (2020). In wat voor land willen wij werken?

- Cornet, M. & B. Vroomen (2005), Hoe effectief is extra fiscale stimulering van speur- en ontwikkelingswerk? Effectmeting op basis van de natuurlijk-experimentmethode, CPB Document 103.
- Cornet, M. (2001), De maatschappelijke kosten en baten van technologiesubsidies zoals de WBSO, CPB Document nr. 008.
- CPB (2014), Vrijstellingen verstoren concurrentie. Verlaagd tarief ondoelmatig. CPB: Den Haag.
- CPB (2015), Beleidsvarianten met Saffier-II, CPB: Den Haag.
- CPB (2016a), Nederland is nog niet af. Rol lokale overheden neemt toe. CPB: Den Haag.
- CPB (2016b). *Kansrijk arbeidsmarktbeleid*. CPB: Den Haag.
- CPB (2018). Risicorapportage financiële markten 2018, CPB: Den Haag.
- CPB (2019). Zorgen om morgen, Vergrijzingsstudie 2019, CPB: Den Haag.
- CPB (2020a). Centraal Economisch Plan 2020, CPB: Den Haag.
- CPB (2020b). Juniraming 2020, CPB: Den Haag.
- CPB (2020c). Kansrijk woonbeleid: update, CPB: Den Haag.
- CPB (2020d). Risicorapportage financiële markten 2020, CPB: Den Haag.
- CPB (2020e). Scenario's coronacrisis (26 maart 2020), CPB: Den Haag.
- CPB/PBL (2018). De werkgelegenheidseffecten van fiscale vergroening, CPB/PBL: Den Haag.
- CPB/PBL, (2020), OV-gebruik tijdens de opstartfase. Een afwegingskader voor beleidsmaatregelen, CPB/PBL: Den Haag.
- Crepon, B., E. Duflo, N. Gurgand, R. Rathelot & P. Zamora (2013). Do labor market policies have displacement effects? Evidence from a clustered randomized experiment. *Quarterly Journal of Economics*, 128(2): 531-580.
- Crossley, T., Low, H., & Sleeman, C. (2014). Using a temporary indirect tax cut as a fiscal stimulus: Evidence from the UK, *Institute for Fiscal Studies Working Paper 14/16*.
- De Boer, P.J., D. Faber, M. Gielen, S. de Haas van Dorsser, P. den Hertog, M. Janssen, A. Vankan, B. Verspagen (2019), Evaluatie WBSO 2011-2017, Dialogic/APE/UNU-MERIT.
- De Jong, J. (2011). Werkloosheid in de Grote Recessie, CPB Policy Brief 2011/10, CPB: Den Haag.
- De Koning, J., P. de Hek, L. Mallee, M. Groenewoud & W. Zwinkels (2015). *Experimenteel onderzoek intensieve dienstverlening versus basisdienstverlening bij UWV*. SEOR: Rotterdam
- Deelen, A., M. de Graaf-Zijl & W. van den Berge (2018). Labour market effects of job displacement for prime-age and older workers. *IZA Journal of Labor Economics*, 7(3).
- Diamond, D.W., & Dybvig, P.H. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity, *Journal of Political Economy*, 91(3), 401-419.
- DNB (2020). Overzicht financiële stabiliteit, Voorjaar 2020, De Nederlandsche Bank: Amsterdam.
- ECB (2020). Financial Stability Review, May 2020.
- Edgerton, J. (2010). Investment incentives and corporate tax asymmetries. *Journal of Public Economics*, 94, 936–952.
- EIB (2020), Versnelling infrastructuurprojecten. EIB: Amsterdam.
- Eichhorst, W., Marx, P., Broughton, A., De Beer, P., Linkch, C., & Bassani, G. (2018). *Mitigating labor market dualism: Single open-ended contracts and other instruments*, Brussel: Europees Parlement.
- Europese Commissie (2020). Europe's moment: Repair and prepare for the next generation. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1590732521013&uri=COM:2020:456:FIN>
- Euwals, R., & Meijerink, G. (2018). Inclusieve globalisering, CPB Policy Brief 2018/08, Den Haag: CPB.
- Faria-e-Castro, M. (2020), Fiscal Policy during a Pandemic. *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Papers Series*, 2020-006E.

- Fell, J., Grodzicki, M., Martin, R., & O'Brien, E. (2016). Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area, *Financial Stability Review*, ECB, November.
- Ferracci, M., G. Jolivet & G.J. van den Berg (2014). Evidence of treatment spillovers within markets. *Review of Economics and Statistics*, 96(5): 812-823.
- Financial Times (2020). The 'frugal four' advocate a responsible EU budget. <https://www.ft.com/content/7faae690-4e65-11ea-95a0-43d18ec715f5>
- Forslund, A., P. Fredriksson & J. Vikstrom (2011). What active labor market policy works in a recession? *Nordic Economic Policy Review*, 1: 171-202.
- Frankrijk & Duitsland (2020). French-German initiative for the European recovery from the coronavirus crisis. <https://www.diplomatie.gouv.fr/en/coming-to-france/coronavirus-advice-for-foreign-nationals-in-france/coronavirus-statements/article/european-union-french-german-initiative-for-the-european-recovery-from-the>
- Gaillard-Ladinska, E., M. Non & B. Straathof (2015). More R&D with tax incentives? A meta-analysis, CPB Discussion Paper 309.
- Gambacorta, L. & Shin, H.S. (2016). Why bank capital matters for monetary policy, *BIS Working Paper*, No. 558.
- Gautier, P.A., P. Muller, B. van der Klaauw, M. Rosholm & M. Svarer (2018). Estimating equilibrium effects of job search assistance. *Journal of Labor Economics*, 36(4): 1073-1125.
- Gordon, R.J. (2012). Is U.S. economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds, *NBER Working Paper No. 18315*.
- Grodzicki, M., Laliotis, D., Leber, M., Martin, R., O'Brien, E., & Zboromirsk, P. (2015). Resolving the legacy of non-performing exposures in euro area banks", *Financial Stability Review*, ECB, May.
- Hamilton, S. & Veuger, S. (2020), How to help American businesses endure and jobs survive. <https://www.aei.org/economics/how-to-help-american-businesses-endure-and-jobs-survive>
- Hanushek, E.A., & Kimko, D.D. (2000). Schooling, labor-force quality, and the growth of nations, *American Economic Review*, 90(5), 1184-1208.
- Hartog, J., & Gerritsen, S. (2016). Mincer Earnings Functions for the Netherlands 1962-2012. *De Economist*, 164(3), 235-253.
- Hers, J., Hof, B., Benthem, M. van, Smits, T., Witteman, J., & Verheuvel, N. (2019). *Evaluatie doeltreffendheid en doelmatigheid eigenwoningregeling*, SEO Rapport 2019-61, Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek.
- Heyma, A. & S. van der Werff (2014). *Een goed gesprek werkt*, SEO Rapport 2013-72. SEO Economisch Onderzoek: Amsterdam.
- Homar, T. & Van Wijnbergen, S.J.G. (2017). Bank recapitalization and economic recovery after financial crises, *Journal of Financial Intermediation*, 32(C), 16-28.
- House, C. L., & Shapiro, M. D. (2008). Temporary investment tax incentives: Theory with evidence from bonus depreciation. *American Economic Review*, 98, 737-768.
- Hud, M. & K. Hussinger (2015). The impact of R&D subsidies during the crisis. *Research Policy*, 44: 1844-1855.
- Hulse, D. S., & Livingstone, J. R. (2010). Incentive effects of bonus depreciation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29, 578-603.
- Huston, G. R. (2010). The implications of increased depreciation allowances on firms' capital expenditures and leasing transactions, Working Paper Florida State University.
- IMF (2020a). Global Financial Stability Report April 2020. Washington: International Monetary Fund.
- IMF (2020b). Fiscal Monitor April 2020. Washington: International Monetary Fund.

- Jones, C.I. (1995). R&D-based models of economic growth, *Journal of Political Economy*, 103(4), 759-784.
- Kapan, T. & Minoiu, C. (2018). Balance sheet strength and bank lending: Evidence from the global financial crisis, *Journal of Banking & Finance*, 92(1), 35-50.
- Karabarbounis, L., & Neiman, B. (2013). The global decline of the labor share, *Quarterly Journal of Economics*, 129(1), 61-103.
- Kluge, J. (2010). The effectiveness of European active labor market programs. *Labour Economics*, 17: 904-918.
- Koeman, N., Bussink, H. & Ter Weel, B. (2019). *Impact van het hoger onderwijsbeleid 2015-2018*, SEO Rapport 2019-84, Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek.
- Koning, P. (2009). The effectiveness of public employment service workers in the Netherlands. *Empirical Economics*, 37(2): 393-409.
- Lalive, R., C. Landais & J. Zweimuller (2015). Market externalities of large unemployment insurance extension programs. *American Economic Review*, 105(12): 3564-3596.
- Landais, C., P. Michailat & E. Saez (2018). A macroeconomic approach to optimal unemployment insurance: theory. *American Economic Journal: Economic Policy*, 10(2): 152-181.
- Lanjouw, J.O., & Schankerman, M. (2004). Patent quality and research productivity: Measuring innovation with multiple indicators, *The Economic Journal*, 114(495), 441-465.
- Lechner, M. & C. Wunsch (2009). Are training programs more effective when unemployment is high? *Journal of Labor Economics*, 27(4): 653-692.
- MBCF/Berenschot (2014), Evaluatie Garantiefaciliteit Ondernemingsfinanciering (GO).
- Mian, A. & Sufi, A. (2012), The effects of fiscal stimulus: Evidence from the 2009 cash for clunkers program, *Quarterly Journal of Economics* 127(3), 1107-1142.
- Millard S. & A. Nicolae (2012). The effect of the financial crisis on TFP growth: A general equilibrium approach, *Bank of England Working Papers* 502, Bank of England.
- Mocking, R., Van Ommen, W., & Overvest, B. (2016). Geen extra transacties door verhoging van NHG-grens, *Economische en Statistische Berichten*, 101(4728), 138-140.
- Morescalchi, A., Van Veldhuizen, S., Voogt, B., & Vogt, B. (2017). Negative home equity and job mobility. *CPB Discussion Paper* 345.
- Neumark, D. & D. Grijalva (2017). The employment effects of state hiring credits. *Industrial and Labor Relations Review*, 70(5): 1111-1145.
- OESO (2020), Tax and Fiscal Policy in Response to the Coronavirus Crisis: Strengthening Confidence and Resilience, OECD: Paris.
- Ohanian, L.E. (2001). Why Did Productivity Fall So Much during the Great Depression?, *American Economic Review: Papers and proceedings*, vol. 91(2): 34-38.
- Popp, D., Vona, F., Marin, G., & Chen, Z. (2020). The employment impact of the green fiscal push: Evidence from the American Recovery Act, *NBER Working Paper* No. 27321.
- Poschel, C. (2019). Incentive effects of R&D tax incentives – A meta-regression analysis focusing on R&D tax policy designs, *arqus Discussion Paper* 243
- Rougoor, W., Witteman, J., & Hers, J. (2019). *Werking en effectiviteit van de NHG*. SEO Rapport 2019-63, Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek.
- Saez, E. & Zucman, G. (2020), Keeping Business Alive: The Government as Buyer of Last Resort.
- Schoenmaker, D. (2020). A green recovery, *Bruegel blog post*, <https://www.bruegel.org/2020/04/a-green-recovery/>
- Schumpeter, J. (1942). *Capitalism, Socialism and Democracy*, New York: Harper & Row.
- Smid, B., Soederhuizen, B., & Teulings, R. (2020). Een nieuwe plaag voor de EMU, CPB: Den Haag.

- Stolwijk, H. (2011). Groene groei: een werkend perspectief?, CPB Policy Brief 2011/12, CPB: Den Haag.
- Ter Weel, B., Bussink, H., & Tieben, B. (2018). *Leerrechten doorgerekend*, SEO Rapport 2018-114, Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek.
- Ter Weel, B., Vriend, S., Smits, T., Witteman, J., & Rosenboom, N. (2017). *Evaluatie fiscale ondernemingsregelingen*, SEO Rapport 2017-17, Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek.
- Teulings, R. & L. Zhang (2019). Huishoudens met hoge hypotheek bezuinigen tijdens een recessie, CPB: Den Haag.
- Van der Ploeg, F. (2006). Een tweesnijdend zwaard is een ‘canard’, *Economische en Statistische Berichten*, 91(4489), 59-62.
- Van der Werff, S., Jans, K., Zwetsloot, J., Wagemakers, S., Tadema, J., & Heyman, A. (2019). *De opbrengst van sectorplannen*, SEO Rapport 2019-87, Amsterdam: SEO Economisch Onderzoek.
- Van Eijkel, R., & Vermeulen, W. (2015). Een ruimer lokaal belastinggebied, CPB Policy Brief 2015/04, CPB: Den Haag.
- Van Loon, E. & Goes, J. (2018). Btw-verlagingen in de bouw hebben omzet verhoogd, *Economische en Statistische Berichten*, 103(4762), 272-275.
- Van Ophem, H., N. van Giersbergen, K.J. van Garderen & M. Bun (2019). The cyclicity of R&D investment revisited. *Journal of Applied Econometrics*, 34(2): 315-324.
- Van Veldhuizen, S. & Mocking, R. (2015), Inzicht in de BMKB, CPB: Den Haag.
- Véron, N. (2017). Sovereign concentration charges: A new regime for banks’ sovereign exposures, *Study for European Parliament*, <https://www.bruegel.org/2017/11/sovereign-concentration-charges-a-new-regime-for-banks-sovereign-exposures/>
- Werkgroep BMKB (2015), Nut en noodzaak van de BMKB-regeling.
- Wielhouwer J.L., & E. Wiersma (2017). Investment decisions and depreciation choices under a discretionary tax depreciation rule, *European Accounting Review*, vol 26: pp 603-627.
- Zamil, R. (2020). Expected loss provisioning under a global pandemic. Bank for international Settlements: *FSI Briefs*, No. 3.

Bijlage A Structurele problemen financiële sector

Lage winstgevendheid leidt tot excessief risico nemen

Risico's

De winstgevendheid van banken staat al jaren onder druk, met name door de aanhoudend lage rentes (IMF, 2020a). Banken maken normaliter winst op rentemarges. De rente die ze ontvangen op activa is hoger dan de rente die ze betalen op passiva (zoals spaarrekeningen). Dit verschil is echter afgenomen omdat lage rentes ook de rente op activa verlagen, terwijl de rente op passiva niet oneindig kan dalen (effectieve ondergrens, *effective lower bound*). Hierdoor komen winstmarges onder druk te staan. De afgelopen jaren hebben banken wel kunnen profiteren van de lage rente, door winsten op beleggingen en lagere provisies, maar deze winsten zijn alleen voor een beperkte tijd te realiseren (IMF, 2020a). Banken kunnen bezuinigen op kosten, niet-rentebaten verhogen, of excessief risico nemen om toch een voldoende winstmarge te halen. Dat laatste zou de financiële stabiliteit in gevaar brengen en moet dus voorkomen worden. Een ander risico is dat banken met lage winstgevendheid minder goed in staat zijn voorzieningen te treffen tegen eventuele verliezen, zoals tijdens de huidige economische crisis.

Europese banken zijn de laatste 15 jaar minder winstgevend geweest dan Amerikaanse banken (Feng & Wang, 2018). De winstgevendheid van de Nederlandse bankensector is wel beter dan het Europees gemiddelde, maar lager dan het Amerikaans gemiddelde. De belangrijkste verklarende factoren zijn een lagere winstmarge op activa, hogere financieringskosten en minder schaafefficiëntie. De onderliggende redenen zijn hogere kosten als gevolg van meer NPL's (wat nogmaals laat zien dat het aanpakken van NPL's prioriteit moet hebben), grotere focus op het versterken van kapitaalratio's, Europese banken zijn nationaler gaan opereren en Europese banken hebben minder risicovolle activa dan eerst (Feng & Wang, 2018).

Beleidsopties

De sleutel naar hogere winstgevendheid ligt bij het aanpakken van NPL's en het versterken van de kapitaalpositie (Feng & Wang, 2018). Meer consolidatie in het bankenlandschap kan ook leiden tot betere winstgevendheid (Andersson et al., 2018). Echter, de concentratie is in Nederland al vrij hoog en verdere consolidatie kan negatieve gevolgen hebben voor consumentenwelzijn. Bij de afweging tussen winstgevendheid en consumentenwelzijn, speelt de notie dat banken alleen met een bepaald niveau van winstgevendheid consumenten kunnen dienen. Maar consumenten mogen niet de kosten dragen van een lage winstgevendheid, dus verdere concentratie moet niet gestimuleerd worden. Een uitweg uit dit dilemma tussen concurrentie en efficiënte schaal zijn grensoverschrijdende fusies tussen banken: daarmee blijven er op nationaal niveau voldoende spelers (in potentie worden het er meer) en kan er wel schaalvergroting doorgevoerd worden. Eerdere voorbeelden laten echter zien dat grensoverschrijdende (banken)fusies in Europa nog wel eens de speelbal worden van nationalistische politieke overwegingen (bijvoorbeeld tussen ABN-AMRO en Banca Antonveneta).

Banken zullen ook meer concurrentie ondervinden van bijvoorbeeld fintech-bedrijven, en zullen daarom hun inkomsten beter moeten gaan diversifiëren. De best-presterende banken hebben veel

geïnvesteed in IT in de afgelopen jaren, wat suggereert dat dit mogelijk heeft bijgedragen aan de winstgevendheid (Andersson et al., 2018).

Beleidsmakers kunnen voorzien in voldoende liquiditeit en toezichthouders moeten aandacht hebben voor de flexibiliteit in het herkennen van verliezen en het gebruik van kapitaalbuffers om kosten op te vangen (IMF, 2020a). In risicobeoordelingen moeten de effecten van lage rentes op de winstgevendheid van banken worden meegenomen. Stresstesten moeten ‘lange tijd lager’-scenario’s meenemen. Toezichthouders moeten ook scherp blijven op mogelijk excessief risico in de bancaire sector. Daarnaast blijft de topprioriteit om NPL’s effectief aan te pakken.

Structurele risico’s niet-bancaire sector

Risico’s

De niet-bancaire financiële sector is de afgelopen jaar gegroeid in omvang en complexiteit (IMF, 2020a). De risico’s zijn ook toegenomen in dit segment. De kredietkwaliteit van leningnemers is verslechterd, grote investeringsfondsen hebben liquiditeitsproblemen, de voorwaarden voor leningen zijn losser geworden en niet-bancaire partijen zijn meer afhankelijk van elkaar geworden. Een positieve noot is dat *leverage* en verwevenheid met de bancaire sector zijn afgenomen (IMF, 2020a, ECB, 2020). Omdat kredietverlening tegenwoordig meer afhangt van de (meer risicovolle) niet-bancaire sector dan van de bancaire sector, kunnen risico’s in de niet-bancaire sector grote gevolgen hebben voor de reële economie. De niet-bancaire sector heeft al grote verliezen geleden de afgelopen maanden (ECB, 2020). Dit heeft geleid tot een *flight-to-cash*, wat waarderingen van risicovolle activa vermindert en dus de problemen vergroot.

Beleidsopties

Naast ondersteuning van deze risicovolle kredietmarkten op de korte termijn om de economische impact van het coronavirus te beperken, is het belangrijk dat beleidsmakers zich ook richten op structureel beleid voor deze markten (IMF, 2020a). Gezien de grotere afhankelijkheid van de niet-bancaire sector, is het mogelijk verstandig om het toezicht op de financiële sector ook richting deze markten uit te breiden. Monetair beleid richt zich wel op problemen in de niet-bancaire sector, maar een overkoepelend macro-prudentieel raamwerk ontbreekt nog (ECB, 2020). Dit is wel nodig om structurele problemen aan te pakken.



seo economisch onderzoek

Roetersstraat 29 . 1018 WB Amsterdam . T (+31) 20 525 16 30 . F (+31) 20 525 16 86 . www.seo.nl