



Monetaire marges

WIM BOONSTRA, DANIËL VAN SCHOOT, SYLVESTER EIJFFINGER,
CHRISTIAAN PATTIPEILOHY, JAN WILLEM VAN DEN END, RENSCHE MAAS,
DAVID-JAN JANSEN, JAKOB DE HAAN, LEX HOOGDUIN EN HAN DE JONG

DAARNAAST BIJDRAGEN VAN

WIMAR BOLHUIS, BAS JACOBS, BAS TER WEEL, HARMEN VERBRUGGEN, MAARTEN DE RIDDER,
ROB EUWALS, MARTIJN DRÖES, AERDT HOUBEN, RYAN VAN LAMOEN, MARTIJN VAN DEN ASSEM,
DENNIE VAN DOLDER, NIEK STADHOUDERS, JAN KREMER, PATRICK JEURISSEN,
MARIT TANKE, PHILIP HANS FRANSES, BAS BUTLER,
DORINTH VAN DIJK EN AD STOKMAN

**REGEERAKKOORD
RUTTE III**
14 PAGINA'S
EXTRA



Call for papers

Voor de komende ESB-nummers werkt de redactie aan de volgende thema's. Doet u mee? Bijdragen kan via het schrijven van een artikel.

Januari: Eigen risico in de zorg

Februari: China in transitie

Maart: Natuurgeweld en klimaatschade

Tweede kwartaal: Arbeidsverhoudingen in de Polder
Informatie als productiemiddel
Moderne industriepolitiek

**Informatie over de deadlines en stijlregels vindt u op onze website:
<https://esb.nu/call-for-papers>**

Uitnodiging presentatie KVS Preadviezen

- Wanneer?** 23 november, 13-17 uur
Waar? Fokker Terminal, Den Haag
Kosten? Gratis voor leden van de KVS
Inschrijven? www.registratiedagvanhetgedrag.nl

In de KVS Preadviezen reflecteren economen uit tien verschillende gebieden op de vraag hoe gedragseconomie het vakgebied veranderd heeft en wat dit voor beleid betekent. Alle auteurs komen met een concreet beleidsadvies voor Nederland, waarop een beleidsmaker een reactie geeft. De Preadviezen staan onder de redactie van prof. dr. Robert Dur van de Erasmus School of Economics.

Presentatie vindt plaats op de Dag van het Gedrag in samenwerking met het Behavioural Insights Network Nederland.



Inhoud

Agenda & Personalia 498

Uitgelicht 500

Monetaire marges

Inleiding: Geen monetaire oplossingen voor politiek onvermogen 502
JASPER LUKKEZEN

Monetair beleid na kwantitatieve verruiming 504
WIM BOONSTRA EN DANIEL VAN SCHOOT

Boekbespreking: The End of Alchemy 507
SYLVESTER EIJJFINGER

Theorie en praktijk van centralebankbalansbeleid in het eurogebied 508
CHRISTIAAN PATTIPELOHY, JAN WILLEM VAN DEN END EN RENSKA MAAS

Centralebankpresidenten over de toekomst van monetair beleid 512
DAVID-JAN JANSEN EN JAKOB DE HAAN

Fundamentele evaluatie van de ECB-strategie is noodzakelijk 514
SYLVESTER EIJJFINGER EN LEX HOOIGUIN

Ongekend experiment 518
HAN DE JONG

Verder lezen 519

Regeerakkoord

De verkiezingsbeloftes versus het regeerakkoord van Rutte III 522
WIMAR BOLHUIS

Belastingplannen Rutte III: gemiste kansen 526
BAS JACOBS

Verfijnen en moderniseren van de arbeidsmarkt 530
BAS TER WEEL

Klimaat- en energiebeleid: een vlucht vooruit 533
HARMEN VERBRUGGEN

De economische effecten van het algemeen verbindend verklaren 537
MAARTEN DE RIDDER EN ROB EUWALS

De prijsstijgingen op de Amsterdamse woningmarkt onder de loep 540
MARTIJN DRÖES, AERDT HOUBEN EN RYAN VAN LAMOEN

Nobelprijs voor Richard Thaler 544
MARTIJN VAN DEN ASSEM EN DENNIE VAN DOLDER

Marktprikkels verbeteren zorg niet bij reageerbuisbevruchting 546
NIEK STADHOUDERS, JAN KREMER, PATRICK JEURISSEN EN MARIT TANKE

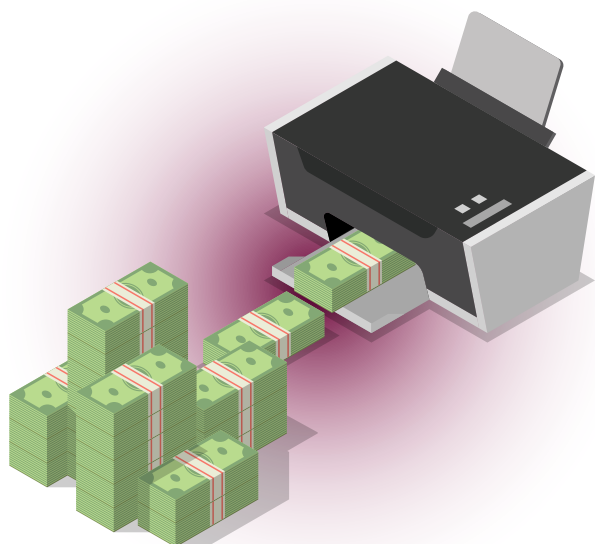
Evaluatie van de EICIE-kwartaalindicator voor het Nederlandse bbp 550
PHILIP HANS FRANSES

Voorspellers onderschatten cycliciteit economie 552
BAS BUTLER, DORINTH VAN DIJK EN AD STOKMAN

Uit het veld: SZW Wetenschapdag 556

Statistiek 558

Ceteris paribus 560





Agenda & Personalia

Voor meer informatie en een volledig overzicht van de Nederlandse economische agenda kunt u terecht op www.esb.nu/agenda

November

- 17 **EUR seminar** – *The employment effects of countercyclical infrastructure investments*, Martin Watzinger (Ludwig-Maximilians-Universität, München, Duitsland)
- 21 **CPB seminar** – *Shopping externalities and retail concentration: evidence from Dutch shopping streets*, Hans Koster (Vrije Universiteit)
ISS seminar – *Learned helplessness and poverty traps among farmers in eastern Uganda*, Arjan Verschoor (University of East Anglia, Verenigd Koninkrijk)
Pakhuis de Zwijger – *Tegenlicht Meet Up: Hoe duur is natuur*, o.a. Martin Drenthen (Rijksuniversiteit Groningen)
Tinbergen seminar – *The effect of paid vacation on health: evidence from Sweden*, Thomas Hofmarcher (Lunds universitet, Zweden)
Vrije Universiteit seminar – *Building a bright future*, o.a. Eric Bartelsman (Vrije Universiteit)
- 23 **CREED seminar** – *Preventing the tyranny of the majority – experiment on the choice of voting thresholds under the veil of ignorance*, Alex Possajennikov (University of Nottingham, Verenigd Koninkrijk)
ERIM seminar – *Credit conditions and the effects of economic shocks: amplification and asymmetries*, Ana Galvão (University of Warwick, Verenigd Koninkrijk)
EUR seminar – *The impact of cost sharing for mental health care on health care use and employment*, Bastiaan Ravesteijn (Harvard Medical School, Verenigde Staten)
- 24 **Universiteit Maastricht lezing** – *De opmars van flexibele arbeid: gevolgen voor mens, organisatie en maatschappij*, Wendy Smits (Universiteit Maastricht)
Labourgames – *Labour game jam Amsterdam*, 24 en 25 november
- 27 **Tinbergen seminar** – *Income shifting as income creation? The intensive vs. the extensive shifting margins*, Laurent Simula (Université Grenoble Alpes, Frankrijk)
Universiteit van Amsterdam lezing – *Oudheid en innovatie: geld*, o.a. Arjo Klamer (Erasmus Universiteit)
- 28 **Tinbergen seminar** – *Obvious mistakes in a strategically simple college admissions environment*, Sándor Sóvágó (Vrije Universiteit)
- 29 **Universiteit van Amsterdam lezing** – *Trend followers, contrarians and fundamentalists: explaining the dynamics of financial markets*, Frank Westerhoff (Otto-Friedrich-Universität Bamberg, Duitsland)
Pakhuis de Zwijger – *Tegenlicht Meet Up: Donut-economie volgens Kate Raworth*, o.a. Ewald Engelen (Universiteit van Amsterdam)
- 30 **Tinbergen seminar** – *Foreign acquisitions and environmental performance: evidence from Indonesian manufacturing plants*, Beata Javorcik (University of Oxford, Verenigd Koninkrijk)
UNU-MERIT seminar – *Asylum policies and the labour market integration of refugees across Europe*, Tommaso Frattini (Università degli Studi di Milano, Italië)

OUDHEID EN INNOVATIE: GELD

Door de eeuwen heen zijn geldsystemen opgekomen en ten onder gegaan, met alle sociale en politieke schokeffecten van dien. Ook vandaag de dag is de wereld van ons geld nog altijd aan veranderingen onderhevig. In dit programma, binnen de reeks *Oudheid en innovatie*, wordt er gekeken naar geld in de Oudheid en in onze huidige tijd. Nieuwe valuta, zoals de bitcoin, concurreren met ons conventionele geld. Nieuwe aanbieders van betaalsystemen creëren nieuwe machtsverhoudingen tussen overheden en bedrijven. Intussen sluimert de internationale schulden crisis verder en veel economen en centrale bankiers menen dat een nieuwe crisis zich spoedig zal aandienen. In dit programma wordt besproken wat we kunnen leren van de monetaire en geldsystemen uit de oudheid en of zij inspiratie en lessen bieden voor de vele nieuwe systemen die momenteel worden ontwikkeld.

THE FUTURE OF THE ECONOMIC AND MONETARY UNION

Terwijl 2016 vaak werd omschreven als een nachtmerriejaar voor Europese integratie, kunnen de verkiezingen van 2017 in Nederland, Frankrijk en Duitsland een veelbelovende kans bieden om de Economische en Monetaire Unie (EMU) te hervormen. ACCESS EUROPE organiseert een eendaagse openbare conferentie over de toekomst van de EMU. De conferentie brengt enkele wetenschappers en beleidsanalisten samen die werken aan EMU-governance om hun ideeën te bespreken met een breed publiek. De conferentie zal uit drie delen bestaan. Allereerst een sessie waarbij de belangrijkste uitdagingen voor de eurozone geanalyseerd en beschouwd zullen worden in termen van macro-economisch, fiscaal en financieel bestuur. Ten tweede een panel dat zal worden gevraagd om op elk van deze drie gebieden een specifieke oplossing te overwegen waarover momenteel wordt gediscussieerd. De conferentie wordt afgesloten met een rondetafelgesprek over de politieke legitimiteit en juridische haalbaarheid van de verschillende voorstellen.

December

- 1 **Tinbergen workshop** – *Experiments at the crossroads of law and economics*, o.a. Sergio Mittlaender (Max-Planck-Institut, München, Duitsland)
- 5 **DNB seminar** – *Feedback between credit and liquidity risk in the US corporate bond market*, Rob Sperna Weiland (Universiteit van Amsterdam)
- 6 **SER conferentie** – *Kennismigratie: aantrekken en behouden van internationaal talent*, o.a. Friedrich Poeschel (OESO, Frankrijk)
- 7 **CREED seminar** – *Consistency and stationarity of time preferences*, Wieland Müller (Universität Wien, Oostenrijk)
Pakhuis de Zwijger – *New economy: overnamecircus*, o.a. Robert Went (Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid)
- 8 **Access Europe conferentie** – *The future of the economic and monetary union*, o.a. Martin Sandbu (Financial Times, Verenigd Koninkrijk)
- 12 **ERIM seminar** – *Multinational firms and the international transmission of crises: the real economy channel*, Isil Erel (The Ohio State University, Verenigde Staten)
U.S.E. seminar – *Caught in the cycle: timing of enrollment and labor market performance of university graduates*, o.a. Jacopo Mazza (University of Essex, Verenigd Koninkrijk)
- 14 **UNU-MERIT seminar** – *Administrative capacities that matter: organizational drivers of public procurement competitiveness in 32 European countries*, Luciana Cingolani (Hertie School of Governance, Berlijn, Duitsland)
(EC)*2 conferentie – *Time-varying parameter models*, o.a. Christian Gouriéroux (University of Toronto, Canada), 14 en 15 november

Promotiebespreking



8 december:
Ron van Maurik
(Universiteit van Amsterdam) – *The economics of pension reforms*

In de afgelopen decennia hebben economische en demografische veranderingen de sociale-zekerheidsstelsels over de hele wereld onder druk gezet. De financiële houdbaarheid van pensioenregelingen en de daaruit voortvloeiende hervormingsbehoefte staan hoog op de agenda van nationale beleidsmakers en internationale organisaties. Als gevolg daarvan hebben veel landen hun wetgeving aangepast en/of maatregelen getroffen om de houdbaarheid van hun pensioenstelsels te verbeteren. Dit proefschrift onderzoekt diverse aspecten van die pensioenhervormingen. Het bestudeert in het bijzonder de tendensen en de feitelijkheden van pensioenhervormingen. Verder wordt er onderzocht wat de belangrijkste politieke, macro-economische en demografische factoren zijn die de pensioenhervormingen teweegbrengen, en of er hierbij verschillen zijn tussen OESO- en niet-OESO-landen. Hiervoor maken we gebruik van data die beschikbaar waren op het moment van een hervorming.

Twee resultaten springen eruit. Ten eerste vinden we slechts een beperkt bewijs dat een hogere verwachte toekomstige afhankelijkheidsratio effect zal hebben op de kans dat pensioenen hervormd zullen worden. Ten tweede is er een overtuigend bewijs dat de huidige conjuncturele situatie effect heeft op dergelijke hervormingen: tijdens een hoogconjunctuur zijn er namelijk aanzienlijk meer hervormingen die het systeem generieuzer maken, en vice versa.

Voor OESO-landen vinden we geen statistisch significant bewijs aangaande de rol van de ouderdomsafhankelijkheidsverhouding, terwijl voor de niet-OESO-landen een toename van deze verhouding de kans op beperkende hervormingsmaatregelen juist vermindert. We merken ook op dat in de OESO-landen de huidige conjunctuur een veel belangrijkere factor is achter de besluiten om pensioenvoorzieningen te hervormen, dan het geval is in niet-OESO-landen. Wellicht komt dit doordat een pensioenstelsels in vele niet-OESO-landen nog in de opbouwende of transitiefase zitten.

Aangezien pensioenhervormingen voornamelijk gericht zijn op de langere termijn, is de beperkte rol van de verwachte vergrijzing en de aanzienlijke rol van de huidige conjunctuur opmerkelijk. Dit levert de volgende vraag op voor beleidsmakers, aangezien zij volgens de data vaak de noodzakelijke hervormingen uitstellen tot we weer in een laagconjunctuur zitten. Kunnen zij niet beter contractieve hervormingen doorvoeren als het goed gaat met de economie, en effectievere maatregelen nemen gedurende een crisis?



Oraties



Vrije Universiteit
Manon Ruijters – *Leren in verandering. Over lerende organisaties, professionele teams en goed werk*, 17 november

Promoties

Erasmus Universiteit Rotterdam



Ilke Aydogan – *Decisions from experience and from description: beliefs and probability weighting*, 7 december

Rijksuniversiteit Groningen

Pieter IJtsma – *Financial stability, economic growth, and the banking*, 30 november



Tilburg University



Loes Verstegen – *On fiscal and monetary integration in Europe*, 22 november

Wilbert Heeringa – *Essays on pay-as-you-go pension schemes, demographics, fiscal policy, credit rationing and house prices*, 24 november

Jonathan Malagón González – *Four essays on central banking in Latin America under balance of payments dominance*, 1 december

Universiteit van Amsterdam

Ron van Maurik – *The economics of pension reforms*, 8 december

Universiteit Maastricht

Clovis Freire – *Diversification and structural economic dynamics*, 21 november



Benoemingen



Erik Bouwer is per september 2017 aangetreden als hoofd Big Data Science bij SEO Economisch Onderzoek

Mirjam van Praag is met ingang van 1 maart 2018 benoemd tot voorzitter van het College van Bestuur van de Vrije Universiteit Amsterdam



Coen Teulings is met ingang van 1 januari 2018 benoemd tot universiteitshoogleraar aan de Universiteit Utrecht



Uitgelicht

Irrationele beurshandelaren

Het gedrag van beleggers is vaak irrationeel en wordt beïnvloed door cognitieve *biases*. Bieden *nudges* een oplossing? De Paola et al. onderzoeken dit met een veld-experiment waarin ze studenten laten handelen op een virtueel platform. De helft van hen krijgt een berichtje waarin ze herinnerd worden aan gedragsmatige *biases* op de beursvloer. Het rendement van deze groep ligt hoger omdat ze, na het berichtje, minder vasthouden aan de status quo en zich meer gaan richten op buitenlandse aandelen. Dit suggereert dat beleggers er goed aan doen zich te verdiepen in de gedragseconomie.

De Paola, M., F. Gioia en F. Piluso (2017) *Does reminding of behavioural biases increase returns from financial trading?* IZA Discussion Paper, 10983.



Ongelijke belastingontwijking

Dat een hoop bedrijven gebruikmaken van belastingparadijzen is bekend, maar hoe zit het eigenlijk met particulieren? Alstadsæter et al. maken schattingen aan de hand van unieke offshore-gegevens en komen tot de conclusie dat maar liefst acht procent van het wereldwijde particulier vermogen in belastingparadijzen gestald is. Er zijn echter wel grote verschillen tussen landen: het gestalde vermogen varieert van slechts een paar procent in Scandinavië tot vijftien procent in de rest van Europa en zestig procent in de Golfstaten. Bij het bestuderen van de vermogensverdeling is het dus van belang om verder te kijken dan de belastingstatistieken.

Alstadsæter, A., N. Johannesen en G. Zucman (2017) *Who owns the wealth in tax havens? Macro evidence and implications for global inequality.* NBER Working Paper, 23805.

Betaald moederschapsverlof

Hoogopgeleide vrouwen minder vaak kinderen dan laagopgeleide vrouwen: kan betaald moederschapsverlof deze kloof verkleinen? Raute onderzoekt dit aan de hand van de introductie van inkomensafhankelijk moederschapsverlof in Duitsland in 2007. Ze vindt dat een stijging van 1.000 euro in de uitbetaling leidt tot een stijging van 2,1 procent op de kans op geboorte. Dit suggereert dat betaald moederschapsverlof de kloof tussen het aantal kinderen van laag- en hoogopgeleide moeders kan verkleinen door de opportuniteitskosten van moederschap te verlagen.

Raute, A.C. (2017) *Can financial incentives reduce the baby gap? Evidence from a reform in maternity leave benefits.* CESifo Working Paper, 6652.

Emissiewinst

Kan de transitie naar milieuvriendelijkere energiebronnen de bedrijfswaarde vergroten? Trinks et al. onderzoeken dit aan de hand van data van 1920 internationale bedrijven tussen 2002 en 2016. Ze vinden dat een lagere uitstoot van broeikasgassen zorgt voor risicodaling van de activa en een grotere aantrekkelijkheid voor investeerders en daarmee voor lagere kapitaal-kosten. Dit betekent dat een reductie in emissies leidt tot een stijging in de waarde van het bedrijf.

Trinks A., G. Ibikunle, M. Mulder en B. Scholtens (2017) *Greenhouse gas emissions intensity and the cost of capital.* SOM Research Report, 2017-017-EEF.



Gevaarlijke

Langzame vrachtwagens zijn soms hinderlijk voor overige weggebruikers, maar zorgen deze snelheidsverschillen ook voor maatschappelijke kosten? Aan de hand van data over verkeersongelukken tussen 1997 en 2014 in Pennsylvania vinden Muehlenbachs et al. dat twee procent van het totale aantal botsingen tussen personenauto's onderling is toe te schrijven aan de

Sociaal investeerdersactivisme

Kan investeerdersactivisme bedrijven bewegen tot een socialere en duurzame strategie? Barko et al. onderzoeken dit aan de hand van een dataset van 660 bedrijven wereldwijd in de periode 2005–2014. Ze vinden dat activistische investeerders vooral focussen op bedrijven met een relatief groot marktaandeel en dat activisme een grotere kans op succes heeft bij bedrijven die al goed scoorden op sociaal,

128.238

personen wonen er in november 2017 in verzorgings- en verpleegtehuizen. Dat is een toename van ruim zes procent ten opzichte van 2016 (Bron: CBS).



vrachtwagens

aanwezigheid van vrachtwagens. Dit heeft ook een effect op de kosten van een autoverzekering. De onderzoekers schatten dat elke vrachtwagen die een jaar lang in hetzelfde postcodegebied rijdt, de premie voor iedere nieuwe verzekerde met 0,48 dollar per jaar verhoogt.

Muehlenbachs, L., S. Staubli en Z. Chu (2017) *The accident externality from trucking*. IZA Discussion Paper, 10989.

milieu- en governancegebied. Bij deze bedrijven vinden ze na activisme niet alleen flinke verbeteringen in de sociale, milieu- en governancebeoordelingen, maar ook een positief effect op de omzet.

Barko, T., M. Cremers en L. Renneboog (2017) *Shareholder engagement on environmental, social, and governance performance*. Center Discussion Paper, 2017-040.

Kapitaalmarktunie werkt niet

Om de economische stabiliteit in de eurozone te vergroten, introduceerde de Europese Commissie in 2015 haar plan voor een Europese kapitaalmarktunie als aanvulling op de bankenunie. Op basis van paneldata van 55 landen in de periode 1975–2014 onderzoeken Van Bezooijen en Bikker of een dergelijke grensoverschrijdende marktstructuur de volatiliteit wel vermindert van output en investeringen wel vermindert. Zij vinden hier geen bewijs voor. Dit roept vragen op over het nut van de introductie van een grensoverschrijdende kapitaalmarkt in de Europese Unie.

Bezooijen, E.F.S. van, en J.A. Bikker (2017) *Financial structure and macroeconomic volatility: a panel data analysis*. U.S.E. Discussion Paper, 17-13.

Brexit door crisis

Is de Brexit veroorzaakt door de financiële crisis? Op basis van nieuwe enquêtedata vinden Liberini et al. dat mensen die voor de Brexit stemden met name ongelukkig waren over hun persoonlijke financiële situatie, wat suggereert dat de Brexit een indirect gevolg is van de crisis. Voor een breder maatschappelijk ongenoegen vinden ze geen bewijs. Evenmin vinden de onderzoekers veel verschil tussen de generaties, zoals vaak gesuggereerd is. Alleen de jongste jongeren zijn oververtegenwoordigd in het Remain-kamp.

Liberini, F., A.J. Oswald, E. Proto en M. Redoano (2017) *Was Brexit caused by the unhappy and the old?* IZA Discussion Paper, 11059.

Dalende onderzoeksproductiviteit

In groeimodellen wordt doorgaans aangenomen dat investeringen in onderzoek een constant rendement opleveren. Is dit terecht? Bloom et al. verzamelen gegevens van verschillende sectoren, producten en bedrijven, en komen tot de conclusie dat er in de afgelopen decennia steeds meer geïnvesteerd wordt in onderzoek, terwijl het rendement daalt. Zo kost het nu bijvoorbeeld achttien keer zoveel onderzoekers als in 1970 om aan de wet van Moore te voldoen, die stelt dat het computergeheugen op chips elke twee jaar verdubbelt. Dit suggereert dat het steeds moeilijker wordt om nieuwe ideeën te bedenken.

Bloom, N., C.I. Jones, J. van Reenen en M. Webb (2017) *Are ideas getting harder to find?* NBER Working Paper, 23782.



Parijs is nog ver

In het Akkoord van Parijs hebben landen afspraken gemaakt over het terugdringen van de uitstoot van broeikasgassen: wat is de situatie bijna twee jaar later? Een recent rapport van het Planbureau voor de Leefomgeving laat zien dat hernieuwbare energiebronnen en op gas gebaseerde energieopwekking de mondiale uitstoot van CO₂ terugdringen, maar dat het met de overige broeikasgassen minder vlot gaat. Met name de uitstoot van methaan groeit nog aanzienlijk in de veector, bij rijstproducenten en als gevolg van de productie van fossiele brandstoffen. Ondanks de progressie op het gebied van CO₂-emissies is de totale wereldwijde uitstoot van broeikasgassen hierdoor met een half procent toegenomen in 2016.

Olivier, J.G.J., K.M. Schure en J.A.H.W. Peters (2017) *Trends in global CO₂ and total greenhouse gas emissions*. PBL-rapport, 2983.

Geen monetaire oplossingen

Tijdens de crisis is de Europese Centrale Bank (ECB) in de bres gesprongen om de muntunie bij elkaar te houden. De centrale bankiers beloofden lidstaten met een zwakke budgettaire positie te steunen, en verstrekken zeer ruimhartig liquiditeit. Christiaan Patti-peilohy, Renske Maas en Jan Willem van den End leggen uit hoe deze steun eruitziet vanuit het perspectief van de centrale bank en wat de economische rechtvaardiging hiervoor is. Han de Jong recenseert dit beleid voornamelijk positief.

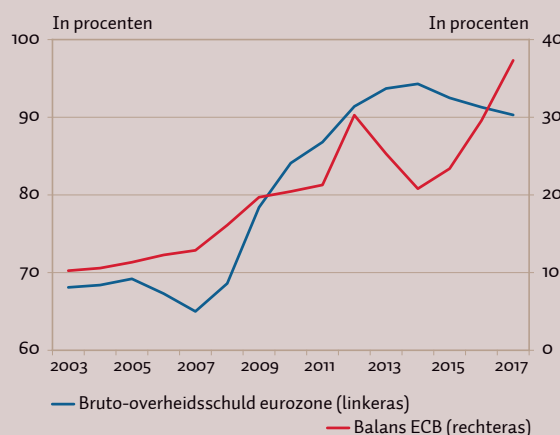
Het gaat hier in feite om monetaire financiering. Dat de ECB niet direct staatsobligaties van de lidstaten heeft gekocht, doet daar niets aan af. Figuur 1 geeft dat weer: vanaf 2003 is zowel de bruto-staatsschuld van de eurolanden als de balansomvang in dezelfde periode, en in ongeveer hetzelfde tempo, gestegen met 25 procentpunt van het bbp in de eurozone. Als de eurolanden deze obligaties direct aan de ECB hadden verkocht, had het plaatje er ook zo uitgezien.

ECB KOCHT UITSTEL, GEEN REDDING

Met het buitengewone monetaire beleid kocht de ECB tijd om orde op zaken te stellen voor de politici. Toch is dat nog onvoldoende gebeurd. Er is nog geen adequaat veiligheidsnet voor de grote lidstaten, de bankenunie is niet compleet, en voor het begrotingsbeleid in Europa ontbreekt een stabilisatiemechanisme. Deze gebreken worden door Wim Boonstra en Daniël van Schoot in hun bijdrage aangekaart.

Balansomvang ECB en bruto staatsschuld eurozone

FIGUUR 1



Noot: Schuld- en balansomvang zijn gemiddeld gedurende het jaar

Bron: Eurostat, ECB

Tegelijkertijd ontstaat er door het monetaire beleid een voedingsbodem voor een nieuwe brand. De lage rentes en de overvloedige liquiditeit dwingen investeerders om, op zoek naar rendement, meer risico te nemen. De prijzen van vastgoed, aandelen en obligaties stijgen naar recordhoogtes. De vraag is: zijn die prijzen reëel, of is het een zeepbel?

Ook is hier het ontbreken van een politiek verhaal gevaarlijk. De kunstmatig lage rentes zetten de pensioenen onder druk en helpen 50Plus in het zadel, het gebrek aan risicodeling in de unie zorgt ervoor dat het verhaal van Syriza en Front National een groter gehoor vindt en ook de denivellering die van het buitengewoon monetair beleid uitgaat voedt de populist.

Volgens Lex Hoogduin en Sylvester Eijffinger kunnen deze gevolgen van het buitengewoon monetair beleid de onafhankelijkheid van de centrale bank bedreigen, maar centralebankpresidenten zien hier voornamelijk weinig problemen, zo blijkt uit een enquête die David-Jan Jansen en Jakob de Haan onder hen hielden.

STILZITTEN IS GEEN OPTIE

Het economisch herstel zet nu door. Stilzitten en afwachten kan daarom een goede strategie lijken. Als de eurozone rustig de kwantitatieve verruiming uit de balans laat lopen en lidstaten hun verbeterde financiële positie gebruiken om hun schulden af te lossen, kan de balansomvang van de ECB en het schuldniveau weer terugkeren naar de situatie van vóór de crisis.

Monetair beleid na kwantitatieve verruiming
WIM BOONSTRA EN DANIEL VAN SCHOOT **504**

Boekbespreking: The End of Alchemy
SYLVESTER EIJJFINGER **507**

Theorie en praktijk van centralebankbalans-
beleid in het eurogebied
CHRISTIAAN PATTIPEILOHY, JAN WILLEM VAN DEN END
EN RENKE MAAS **508**

Centralebankpresidenten over de toekomst van
monetair beleid
DAVID-JAN JANSEN EN JAKOB DE HAAN **512**

Fundamentele evaluatie van de ECB-strategie is
noodzakelijk
SYLVESTER EIJJFINGER EN LEX HOOGDUIN **514**

Ongekend experiment
HAN DE JONG **518**

voor politiek onvermogen

Maar afwachten is geen goede strategie. Met alleen afwachten duurt het krimpen van de balans erg lang. Bij 1,75 procent economische groei en 2 procent inflatie is de economie pas in 2046 zodanig gegroeid dat de balansomvang van de ECB ten opzichte van het bbp gelijk is aan die in 2007.

In de tussentijd zal er een nieuwe recessie de kop opsteken en waarschijnlijk ook een nieuwe financiële crisis. Er is gemiddeld iedere vier tot acht jaar een normale recessie te verwachten en iedere vijftien tot twintig jaar een recessie waarbij de financiële sector een belangrijke rol speelt (Drehmann et al., 2012; Koopman et al., 2016). De financiële crisis was in 2007, de double dip in 2013. Rekent u zelf maar uit.

Bij een nieuwe recessie kunnen de overheden en de ECB weinig anders doen dan meer schulden maken en deze direct of indirect monetair financieren. Want het is onwaarschijnlijk dat het rente-instrument gebruikt kan worden; Boonstra en Van Schoot wijzen wat dit betreft op de structureel dalende rente.

Meer opkopen vergroot ook weer de voedingsbodem voor een zeepbel en versterkt de politieke tegenstellingen verder. Dat laatste zeker ook omdat het nog maar de vraag is welke activa de ECB zou moeten kopen. Risicovolle bedrijfsobligaties of aandelen soms?

VOLDOENDE SNELLE AFBOW LASTIG

Hoogduin en Eijffinger pleiten impliciet voor een versnelde afbouw van de balansen van de ECB en van de staatschulden in de eurozone. Boonstra en Van Schoot willen dat combineren met maatregelen die de effectieve ondergrens van monetair beleid opheffen, zodat de rente verder kan worden verlaagd als dat nodig mocht zijn.

De vraag is of die afbouw wel snel genoeg kan gaan. Een vergelijking met de Verenigde Staten kan hier verhelderend werken. Vorige maand is de Federal Reserve met de afbouw begonnen. Volgens het huidige plan zal de balans over vijfeneenhalf jaar weer op het niveau van voor de crisis zijn (Fed, 2017).

In Europa neemt de omvang van de balans daarentegen nog toe – het opkoopprogramma is recent niet stopgezet, maar vertraagd (ECB, 2017) – en anders dan in de VS kunnen in Europa politiek-economische motivaties de afbouw vertragen. Bij de verruiming speelde de stabiliserende werking die de verruiming op Zuid-Europa had een rol, en dat zal waarschijnlijk ook het geval zijn bij de afwikkeling.

In Europa zal er hiervoor meer dan vijfeneenhalf jaar nodig zijn. In de tussentijd kan een recessie de economie en de afbouw zomaar weer terugwerpen, met de eerder genoemde negatieve gevolgen van dien.

POLITIEKE TOE-EIGENING

Een economische oplossing is dus lastig. Dat komt omdat de schaduwkanten van het huidige beleid het gevolg zijn van het feit dat de centrale bank – en niet de politiek – de crisis moest bezweren. De centrale bank deed dat met de middelen die zij ter beschikking had, en daartoe behoren niet risicodeling tussen landen of schuldkiwitschelding voor huishoudens. Als er daarvoor gekozen was, had de economie er nu een stuk beter voorgestaan en was er minder onvrede geweest.

Het is laat om nu alsnog voor een politieke oplossing te kiezen, maar niet te laat. Zo'n oplossing houdt in dat de politiek alsnog de verantwoording op zich zal moeten nemen voor de gevolgen van het buitengewone monetaire beleid. Als er dan in een volgende crisis verdere monetaire verruiming plaatsvindt om de economie of de unie te stabiliseren, dan zijn het politici die moeten besluiten over de mate van risicodeling en denivellering. Dat dwingt hen tot het verantwoorden van keuzes. Voor de kiezer wordt daarmee een stem op de populistische minder vrijblijvend.

LITERATUUR

- Drehmann, M., C. Borio en K. Tsatsaronis (2012) *Characterising the financial cycle: don't lose sight of the medium term!* BIS Working Paper, 380.
- ECB (2017) *Monetairbeleidsbeslissingen*. Persbericht 26 oktober, te vinden op www.ecb.europa.eu.
- Fed (2017) *Decisions regarding monetary policy implementation*. Persbericht 20 september, te vinden op www.federalreserve.gov.
- Koopman, S.J., R. Lit en A. Lucas (2016) *Model-based business cycle and financial cycle decomposition for Europe and the U.S.* Tinbergen Institute Discussion Paper, 16-051/IV.



JASPER LUKKEZEN

Hoofdredacteur
lukkezen@economie.nl

Monetair beleid na kwantitatieve verruiming

Begin 2018 zal de Europese Centrale Bank het tempo van haar opkoopprogramma verlagen. Na september zal het waarschijnlijk worden afgebouwd en stopgezet. Heeft het programma opgeleverd wat werd gehoopt? Zal de ECB het opgekochte papier weer van haar balans afhalen en zo ja, hoe dan?

WIM BOONSTRA
Speciaal adviseur
bij RaboResearch en
bijzonder hoogleraar
aan de Vrije Univer-
siteit Amsterdam

In januari 2015 kondigde de Europese Centrale Bank (ECB) haar beleid van kwantitatieve verruiming (*quantitative easing*; QE) aan. Dit had direct een sterk effect op de financiële markten: rentes op staatsobligaties daalden toen bekend werd dat de ECB deze ging opkopen.

Alle lidstaten van de monetaire unie hebben min of meer van QE geprofiteerd. De lage rentestanden en de ruime liquiditeit vertaalden zich in een toenemende kredietgroei, terwijl die eerst met name in Zuid-Europa aan het krimpen was. Ook werd de euro aanvankelijk minder waard, vooral tegenover de Amerikaanse dollar. Hier profiteerden exporteurs weer van.

Ook lijkt het initiële beleidsdoel van QE behaald: de ECB motiveerde QE bij invoering door te wijzen op het gevaar van deflatie, wat toen een reëel scenario leek. Inmiddels is het acute deflatiegevaar geweken. Dit is de voornaamste reden dat de ECB op 26 oktober aankondigde haar opkoopprogramma te vertragen.

Al met al heeft QE waarschijnlijk een bescheiden positief effect gehad op economische groei en inflatie in alle eurolanden. Tegelijkertijd heeft QE ook risico's gecreëerd. In totaal is er circa 2.200 miljard euro opgekocht en daarmee zijn met name obligaties sterk in waarde toegenomen.

Door de lage rente is de prikkel van overheden om hun economieën te hervormen en hun overheidsfinanciën op orde te brengen kleiner geworden. Maar dankzij de lage

rente hebben zij wel ademruimte om minder of langzamer te bezuinigen, wat de economische groei ten goede komt. De lage marktrente werkt in Nederland door in lagere rekenrentes met een negatief effect op de dekkingsgraden van pensioenfondsen. Ook zijn de huizenprijzen in de eurozone duidelijk gestegen, met name in de steden.

De kans op financiële zeepbellen is toegenomen. Als het opkoopprogramma wordt gestopt, en zeker als de ECB opgekochte obligaties gaat verkopen, zal de prijs van obligaties weer dalen. Door de resulterende hogere rente worden eerdere 'meevallers' voor overheden, geldleners en huizenkopers weer teruggedraaid, met mogelijke negatieve schokken als gevolg. Pensioenfondsen zullen desondanks een oplopende (reken)rente met opluchting begroeten.

AFBOUW BALANS KAN LANG DUREN

Dat de ECB vanaf begin volgend jaar haar opkoopprogramma gaat afbouwen, betekent niet dat zij helemaal stopt met het kopen van overheidspapier. Opgekochte obligaties die aflopen zullen nog steeds worden vervangen door identiek papier. De balansomvang van de ECB blijft dus vooralsnog constant. Op termijn kan zij deze op twee manieren verkleinen: door aflopende obligaties niet door nieuwe te vervangen óf door ze actief te gaan verkopen.

In de VS is de Federal Reserve (Fed) al sinds oktober 2014 gestopt met haar opkoopprogramma. Recent kondigde zij aan dat zij aflopende activa niet langer volledig zal herbeleggen (de zogeheten *lift-off*). Als de Fed doet wat ze nu aankondigt, zal haar balans over zo'n zes jaar weer gelijk zijn aan die van voor de financiële crisis in 2007.

De ECB kan uiteraard voor een ander tempo kiezen. Zij heeft haar monetaire operaties ook anders vormgegeven dan de Fed. Zo beheerst de ECB, anders dan tot voor kort de Fed, de geldmarktrente vrij strak via de bekende rentecorridor. Dit betekent dat zij haar monetair beleid sneller kan normaliseren dan de Fed dat destijds kon (Potter, 2014). De ECB heeft zelf nog geen enkel signaal gegeven

over hoe zij denkt over het verkleinen van de balans. Wel is het zo goed als zeker dat de beleidsrente niet verhoogd zal worden voordat het aankoopprogramma is afgelopen, waardoor de depositeur rente zeker tot in 2019 negatief blijft. Of de beleidsrente tegen die tijd omhoog kan, hangt mede af van het dan vigerende inflatietempo (ECB, 2017). De Fed heeft haar rente overigens al wel een aantal keer verhoogd ondanks dat zij haar balans nog niet verkleind heeft.

De negatieve beleidsrente heeft ook negatieve consequenties voor de financiële stabiliteit. Banken zien hun rentemarge – hun belangrijkste bron van inkomsten – onder druk staan door lagere rente-inkomsten; de solvabiliteit van pensioenfondsen en verzekeraars komt in gevaar en de lage rente houdt insolvabele bedrijven en banken overeind. Overigens duidt recent onderzoek vanuit de ECB erop dat de negatieve effecten van de lagere rentemarge in het algemeen worden gecompenseerd door de positieve effecten van het conjunctuurherstel: lagere kredietverliezen en hogere provisie-inkomsten (Altavilla et al., 2017).

De kans is evenwel groot dat we in een cyclische neergang terechtkomen voordat de balans van de ECB substantieel is verkleind of voordat de beleidsrente op een significant hoger niveau ligt. Dan kunnen de negatieve effecten van de lage-renteomgeving voor de winstgevendheid van het bankwezen pijnlijk zichtbaar worden, met gevolgen voor de financiële stabiliteit.

MONETAIR BELEID NA KWANTITATIEVE VERRUIMING

Het gaat dus nog jaren duren voordat QE is afgebouwd en de beleidsrentes zijn genormaliseerd. De beleidsrente van de belangrijkste centrale banken zullen daarbij waarschijnlijk niet terugkeren naar in het verleden gebruikelijke niveaus. De rentes vertonen sinds begin jaren tachtig al een structureel dalende trend, zie figuur 1, en er lijkt weinig kans dat wij de komende jaren een sterk oplevende inflatie zullen zien (Van Schoot en De Groot, 2017).

Opllossen van de effectieve ondergrens

De aanhoudend lage inflatie stelt de ECB voor twee extra uitdagingen. Ten eerste is het met een lage inflatie lastig in een laagconjunctuur om de economie voldoende te stimuleren. Want wil een centrale bank bij een inflatietempo van zeg één procent een reële beleidsrente van bijvoorbeeld minus vier procent bewerkstelligen, dan moet zij de beleidsrente tot min drie procent kunnen verlagen. Dit is onder de zogenaamde effectieve ondergrens (*effective lower bound*, ELB) voor de beleidsrente. De voornaamste reden dat die grens er is, is dat vermogens ook in contanten aangehouden kunnen worden. Contanten kennen een rente van nul procent.

Voor de ELB zijn minstens drie oplossingen denkbaar, ieder met hun eigen voor- en nadelen. Allereerst een hogere inflatiedoelstelling. Die geeft een centrale bank meer ruimte om de reële rente onder de nul procent te brengen zonder ook de nominale rente te moeten verlagen. Aan het vaststellen van een hogere inflatiedoelstelling kleven echter ook de nodige nadelen (Rogoff, 2016). En als het de centrale banken nu al niet lukt om het inflatietempo op te krikken naar circa twee procent, wat is de geloofwaardigheid van een hogere inflatiedoelstelling dan?

Een andere manier om de ELB op te heffen is het verregaand terugdringen van chartaal geld. In veel landen loopt het gebruik van chartaal geld al trendmatig terug, vooral vanwege de groeiende populariteit van giraal geld. Dit is een gevolg van de innovaties op het betaalvlak, die giraal betalen steeds eenvoudiger hebben gemaakt (ESB, 2017). Men mag echter verwachten dat in veel landen ook vanuit het beleid de druk zal toenemen om het gebruik van chartaal geld te doen verminderen, mede om de centrale banken in de toekomst meer armslag te geven. Hierbij kan ook gedacht worden aan een progressief oplopende provisie bij het opnemen van grote bedragen aan chartaal geld (Bordo en Levin, 2017; Boonstra, 2017).

De negatieve beleidsrente heeft negatieve consequenties voor de financiële stabiliteit

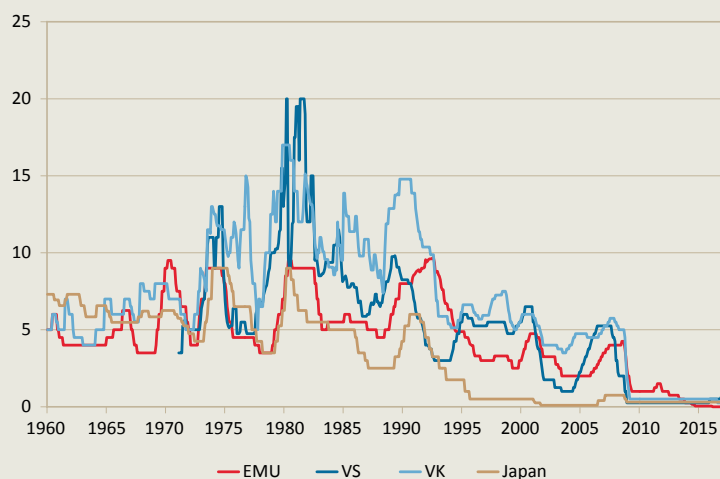
Ook kan de centrale bank de inflatie pogen aan te wakkeren door meer vermogenstittels op te kopen of door de economie te stimuleren via monetaire financiering of helikoptergeld (Boonstra en Van Schoot, 2016). Deze opties lijken echter wettelijk en vooral politiek onmogelijk.

Fragmentatie obligatiemarkten eurozone

De tweede extra uitdaging voor de ECB is de markt voor staatsleningen, die binnen de eurozone langs nationale grenzen is gefragmenteerd. Als zich binnen de eurozone spanningen voordoen en financiële markten daarop reage-

Het verloop van enkele belangrijke nominale beleidsrentes

FIGUUR 1



Noot: EMU-beleidsrente is het Lombardtarief van de Deutsche Bundesbank voor 1960–1990, het openmarkttarief van de Bundesbank tot 1999 en daarna de ECB-refi-rente. Het tarief voor de VS, het VK en Japan betreft respectievelijk de Federal Funds Rate, de Bank Rate en de Basic Discount Rate.

Bron: Macrobond

ren, dan kunnen de spreads tussen de staatsrente van de sterkere en zwakkere landen snel oplopen. Dit kan ertoe leiden dat de ECB ook in de toekomst gedwongen kan worden om in tijden van crisis als *'buyer of last resort'* van staatsleningen op te treden.

Ondanks al het na de crisis in gang gezette beleid is deze achilleshiel van de eurozone nog altijd niet aangepakt. Als deze zwakke plek in het ontwerp van de eurozone niet wordt versterkt zal de ECB opnieuw grootschalig moeten

Kwantitatieve verruiming was verdedigbaar toen de deflatiedreiging reëel was, nu is het conjuncturele beeld gezond

instappen in een onverhoopte volgende eurocrisis. Het is echter de vraag hoe lang de politiek nog accepteert dat de politiek onafhankelijke ECB zich (al dan niet gedwongen) zo verre gaand met het begrotingsbeleid bezighoudt, daarbij de grenzen van haar mandaat opzoekt en dit, volgens sommigen, overschrijdt.

Er zijn drie voor de hand liggende oplossingen van dit probleem. De meest effectieve is een gemeenschappelijke uitgifte van overheidsschuld via conditionele eurobonds.

Op deze manier consolideert men niet alleen de staatschuld, maar alle landen die zich houden aan de gemaakte beleidsafspraken behouden toegang tot financiering. En de conditionaliteit stuurt landen beleidsmatig de goede kant op. Met de op te leggen premies kan een stevige buffer worden opgebouwd om tegenslagen op te vangen, en landen die zich beleidsmatig misdragen, kunnen worden uitgesloten zonder besmettingsgevaar voor andere landen (Boonstra, 2012). Helaas leeft in kringen van politici nog steeds het onterechte idee dat eurobonds onderdeel zijn van de door velen verafschuwde transferunie.

De tweede oplossing is het optuigen van een fonds dat in tijden van crisis grootschalig staatsschuld van in de problemen geraakte landen op kan kopen. Dit fonds moet dan wel, via stortingen of ex-ante-garantstellingen van alle lidstaten, met zekerheid over honderden miljarden euro's kunnen beschikken om indruk te maken.

De derde oplossing is een rücksichtlose handhaving van artikel 125 van het Verdrag van Lissabon, de zogeheten *no bail-out-clausule*. De ervaringen van de Griekse crisis zijn wat dit betreft niet bemoedigend. Als geen van deze drie oplossingen wordt gekozen, zal de ECB zich waarschijnlijk bij een volgende conjuncturele neergang weer snel geroepen voelen om wederom over te gaan tot QE of het (opnieuw) optuigen van andere onconventionele opkoopprogramma's.

CONCLUSIE

De ECB streeft "een inflatie beneden, maar dicht bij de twee procent" na. Het nastreven van een licht positief inflatietempo is zinvol omdat, gegeven de aanwezigheid van de ELB, monetair beleid in een omgeving van extreem lage inflatie aan effectiviteit verliest. Het was dan ook zeer verdedigbaar dat de ECB in een tijd waarin een duidelijke deflatiedreiging speelde, het beleid van QE in gang zette. Momenteel laat de conjunctuur in de eurozone een gezond beeld zien en lijkt het deflatiegevaar geweken. Het is dus tijd om het opkoopprogramma af te bouwen. Maar zolang de inflatie laag blijft – en daar heeft het alle schijn van – zullen de beleidsrentes niet snel stijgen en blijft de ELB een effectief monetair beleid in de weg staan. De ECB moet proactief en creatief gaan nadenken over hoe zij deze in de toekomst wil gaan omzeilen.

LITERATUUR

Altavilla, C., M. Boucinha en J.-L. Peydró (2017) *Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment*. ECB Working Paper, 2105.

Boonstra, W.W. (2012) *Conditionele Eurobonds als overgangsregime*. ESB, 97(4630), 134–137.

Boonstra, W.W. (2017) *Op weg naar een girale wereld?* Rabobank Special, 26 oktober. Te vinden op economie.rabobank.com.

Boonstra, W.W. en D.S. van Schoot (2016) *Geld scheppen met Boonstra en Van Schoot*, (1 t/m 9). Blog te vinden op www.esb.nu.

Bordo, M.D. en A.T. Levin (2017) *Central bank digital currency and the future of monetary policy*. NBER Working Paper, 23711.

ECB (2017) *Monetary policy decisions*, 26 oktober. Publicatie te vinden op www.ecb.europa.eu.

ESB (2017) *Innovatie in betalen*. ESB Dossier, 102(4753S).

Potter, S. (2014) *Interest rate control during normalization*. Remarks at the SIFMA Conference on Securities Financing Transactions, New York City, 7 oktober.

Rogoff, K.S. (2016) *The curse of cash*. Princeton: Princeton University Press.

Schoot, D.S. van, en E. de Groot (2017) *Low wage growth in the Eurozone to limit the ECB's upside*. Rabobank Special, juli 2017. Te vinden op economie.rabobank.com.

In het kort

- ▶ Het duurt nog jaren voordat kwantitatieve verruiming is afgebouwd.
- ▶ Bij een volgende cyclische neergang komt de effectieve ondergrens voor de rente direct in zicht.
- ▶ Ook de fiscale versnippering binnen de eurozone blijft een uitdaging.

BOEKBESPREKING

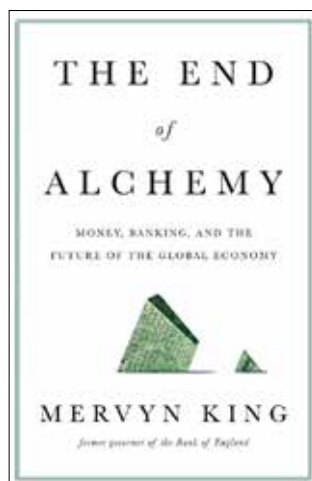
The End of Alchemy

Als president van de Bank of England van 2003 tot 2013 heeft Mervyn King niet alleen meegemaakt hoezeer (centrale) bankiers en economen zich hebben verkeken op de signalen die de grootste financiële crisis sinds de Grote Depressie aankondigden, maar was hij ook een van de hoofdrolspelers bij het oplossen van deze crisis. Zijn recente boek vormt een trefzekere analyse van de oorzaken van de crisis en biedt waardevolle lessen voor beleid en toezicht.

King vertelt zijn verhaal aan de hand van vier concepten die de basis vormen voor zijn verklaring van het ontstaan van de crisis: *onevenwichtig-heden*, waarbij hij verwijst naar de persistente handelsoverschotten en -tekorten in de wereldeconomie sinds de val van de Berlijnse muur, *radicale onzekerheid*, waarbij hij stelt dat knightiaanse onzekerheid (waarbij de toekomst onbekend en onvoorspelbaar is, in tegenstelling tot bij risico, waarbij men de illusie heeft de waarschijnlijkheid te kennen) op dit moment een van de grootste problemen voor centrale banken vormt, het *gevangenendilemma*, een verzamelterm voor individuele rationale uitkomsten die sociaal niet optimaal zijn, en *vertrouwen*, dat volgens King een oplossing kan zijn voor het gevangenendilemma.

Zijn uiteindelijke verklaring voor het ontstaan van de financiële crisis is wellicht weinig verrassend: hij wijst op de deregulering van financiële markten en de *search for yield* vanwege de dalende reële rentes – waarbij het overigens jammer is dat hij weinig kritisch is over het te ruime monetaire beleid vóór de crisis. Zijn oplossing om een volgende crisis te voorkomen, is echter zeer opmerkelijk: hij stelt voor dat centrale banken zich, naar analogie van Bagehots *Lender of last resort*, als *Pawnbroker for all seasons* (PFAS) moeten opstellen, letterlijk vertaald de lommerdhouder voor alle seizoenen.

Deze oplossing komt voort uit Kings traumatische ervaring als president van de centrale bank ten tijde van val van Northern Rock en de redding van de Royal Bank of Scotland: hoewel hij aanvankelijk tegen een bail-out van Northern Rock was, zag hij zich gedwongen tot het verschaffen van liquiditeit vanwege het gevaar voor het financiële systeem, zonder enig zicht te hebben op de kwaliteit van het onderpand. Met zijn PFAS-plan wil hij



Mervyn King
*The End of Alchemy: Money, Banking, and
the Future of the Global Economy*
W.W. Norton & Company

voorkomen dat de centrale banken ooit nog in een dergelijke positie geraken: hij wil niet ex post, zoals tijdens de problemen tijdens de crisis gepoogd werd te doen, maar ex ante de centrale bank de kwaliteit van de activa van de banken laten beoordelen, dus vóórdat de banken bij een crisis (bankrun) beroep moeten doen op een kredietlijn bij de centrale bank, die in zo'n geval geen andere optie heeft dan krediet te verlenen.

Het PFAS-plan vormt daarmee een alternatief voor andere veelvuldig naar voren gebrachte oplossingen, zoals het Chicago-plan van *full reserve banking*, waarbij banken bij kredietverlening niet meer geld mogen scheppen dan wat zij aan kasreserves aanhouden, en het

voorstel van Anat Admati en Martin Hellwig uit 2013 om de banken minimaal een kapitaalratio van 25 procent ten opzichte van hun totale activa aan te laten houden. Het Chicago-plan, dat in de jaren twintig van de vorige eeuw werd ontwikkeld door Irving Fisher, Frank Knight en Henry Simons en werd ondersteund door Milton Friedman, James Tobin en Hyman Minsky, zou de kredietverlening door banken te zeer beperken, met negatieve gevolgen voor economische groei en werkgelegenheid. De Admati-Hellwig-variant geeft banken weliswaar de mogelijkheid om bij hun kredietverlening meer geld te scheppen dan zij aan kasreserves aanhouden, maar zij beoordeelt niet *ex ante* de kwaliteit van het onderpand van bankactiva.

Met zijn PFAS-plan geeft Mervyn King in zijn opus magnum een oplossing die niet alleen origineel en opmerkelijk is te noemen, maar tevens het probleem van de onzekere kwaliteit van het onderpand van de bankactiva zelf probeert op te lossen. Vanwege de negatieve gevolgen voor de kredietverlening door banken adviseert King wel om het PFAS-plan niet direct, maar geleidelijk in te voeren over de komende twintig jaar. Daarnaast kan men zich afvragen of zijn plan niet tot te veel discretie bij centrale banken leidt – dit hangt echter ook af van de concrete invulling. Al met al is het boek een *must read* voor (centrale) bankiers, economen, politici, studenten en andere geïnteresseerden.

SYLVESTER EIJJFINGER

Hoogleraar aan Tilburg University en
president van Tilburg University Society

Theorie en praktijk van centralebankbalansbeleid in het eurogebied

Sinds de crisis hebben monetairebeleidsmakers veel geleerd over het balansbeleid bij centrale banken. Dit gebeurde met name op basis van praktische ervaring; het theoretisch begrip volgde vaak pas later. Een overzicht van de ontwikkelingen en een vooruitblik.

RENSKE MAAS

Econoom bij De
Nederlandsche Bank
(DNB)

JAN WILLEM VAN DEN END

Econoom bij DNB

CHRISTIAAN PATTIPEILOHY

Afdelingshoofd
Monetair beleid bij
DNB

Centrale banken in ontwikkelde economieën hebben in de afgelopen tien jaar uitzonderlijke maatregelen genomen om de financiële crisis en de daaropvolgende mondiale recessie het hoofd te bieden. De inzet van onconventionele instrumenten heeft monetairebeleidsmakers voor een majeure uitdaging gesteld. Zonder te kunnen sturen op eerdere ervaringen moesten zij het beleidsinstrumentarium afstemmen op een steeds veranderende problematiek. Voor de Europese Centrale Bank (ECB) betrof dat achtereenvolgens de droogvallende interbancaire markten (2007–2008), een diepe recessie (2008–2009), de Europese schulden crisis (2010–2012) en een periode van dalende en vervolgens van aanhoudend lage inflatie (2013–heden).

Met name over de inzet van centralebankbalansmaatregelen, zoals kwantitatieve verruiming, is er een levendig debat onder academici en beleidsmakers op gang gekomen. Hoewel er, op het moment dat er door de centrale banken ingegrepen werd, consensus was dat ingrijpen noodzakelijk was, waren er geen pasklare aanbevelingen voor een optimale kalibratie van dit type maatregelen. De uitdaging bij de inzet van deze nieuwe onconventionele instrumenten van centrale banken werd treffend verwoord door de voormalige voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve Ben Bernanke, toen hij stelde dat “kwantitatieve verruiming een instrument is dat werkt in de praktijk, maar niet in theorie”.

De opmerking van Bernanke komt voort uit het feit dat, in de meeste algemeen-evenwichtsmodellen die voor de crisis populair waren onder beleidsmakers en academici het balansbeleid van de centrale bank geen effecten heeft op de reële economie. Sinds de crisis zijn er verscheidene theoretische studies verschenen die uitwerken hoe het balansbeleid van een centrale bank impact heeft op de financiële condities en de economie in den brede. Daarbij spelen marktimperfecties of -fricties een belangrijke rol als aangrijppunt voor het balansbeleid van de centrale bank (zie kader 1).

De monetaire beleidspraktijk onderscheidt twee vormen van balansbeleid: kwantitatieve en kwalitatieve verruiming (Lenza et al., 2010). Het belangrijkste verschil zit hem in de financiële conditie die het beleid poogt te beïnvloeden. *Kwantitatieve verruiming* richt zich daarbij op de termijnpremie die beleggers ontvangen voor het aanhouden van langer lopende obligaties in plaats van korter lopende obligaties. Bij *kwalitatieve verruiming* neemt de centrale bank tegenpartijenrisico op de balans om zo kredietrisicopremies te beïnvloeden. Kwalitatieve verruiming wordt daarom ook wel ‘kredietverruiming’ genoemd.

Dit onderscheid uit de beleidspraktijk sluit goed aan bij de in kader 1 beschreven theoretische inzichten uit de literatuur. Die inzichten benadrukken immers dat centrale banken hun balansmaatregelen zo moeten inrichten dat ze financiële fricties kunnen aanpakken. Binnen deze context besluiten beleidsmakers over de wenselijkheid van beleids-opties, waarbij zij opties afwegen op basis van noodzaak, verwachte effectiviteit en potentiële bijeffecten.

BELEID VAN DE EUROPESE CENTRALE BANK

Grosso modo kende het eurogebied de afgelopen tien jaar twee typen uitdagingen en twee typen beleidsreacties. De eerste uitdaging was de verstoring van de belangrijkste transmissiekanalen van het monetaire beleid. Door de bankencrisis en de Europese schulden crisis was er name-

lijk sprake van stress op de geld- en kapitaalmarkten waardoor de financieringsstromen die cruciaal zijn voor de reële economie in gevaar kwamen. Dit uitte zich in scherp oplopende kredietrisicopremies en een inzakkende bancaire kredietverlening aan de private sector, die op het dieptepunt in 2014 kromp met ruim drie procent op jaarbasis in het eurogebied. Hierop reageerde de ECB met kredietverruimingsmaatregelen, zoals langjarige herfinancieringsoperaties (LTRO's en T-LTRO's) en aankopen van obligaties op disfunctionerende markten (staatsobligaties van perifere landen, via het Securities Markets Programme (SMP) en gedekte obligaties van banken). Ook de Outright Monetary Transactions (OMT), aangekondigd in 2012, was een instrument om wanordelijke marktomstandigheden op obligatiemarkten tegen te gaan (Gilbert en Freriks, 2017).

Ben Bernanke: “Kwantitatieve verruiming is een instrument dat werkt in de praktijk, maar niet in theorie”

Het beleid van kredietverruiming was dus gericht op het oplossen van knelpunten in de monetaire transmissie, en niet primair op het verstrekken van aanvullende monetaire-beleidsaccommodatie. Dit laatste werd bereikt door verlaging van de beleidsrente, die tussen 2008 en 2016 met ruim vier procentpunten tot nul daalde.

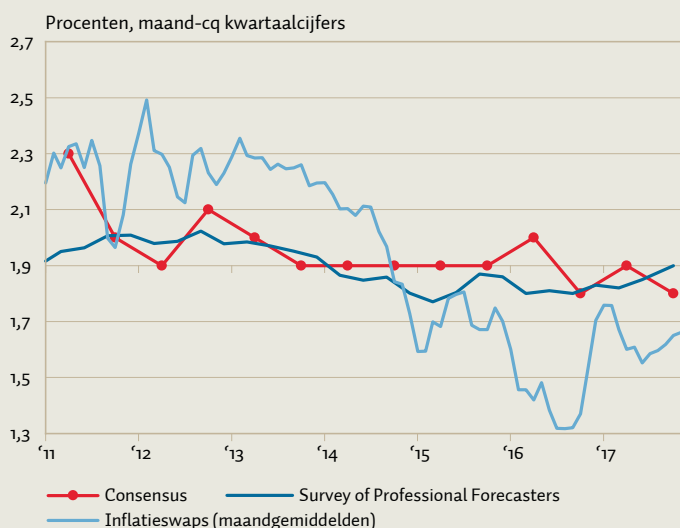
Als bijproduct van de kredietverruiming – met name door middel van de driejaars LTRO's die in 2011 en 2012 werden uitgerold – steeg de overliquiditeit in het financiële systeem tot circa 800 miljard euro (acht procent van het

bbp in het eurogebied). Maar in tegenstelling tot het latere beleid van kwantitatieve verruiming werd dit proces door de vraag gestuurd: de liquiditeitsuitbreiding kwam tot stand doordat de banken om meer liquiditeit vroegen en bereid waren het benodigde onderpand daar tegenover te stellen (sinds 2008 verstrekt de ECB in dat geval leningen).

De tweede uitdaging voor de ECB was de dreiging van risico's op schadelijke deflatie en ontankering van de inflatieverwachtingen. Vanaf medio 2014 begonnen inflatieverwachtingen op basis van de aan inflatie gekoppelde swapcontracten weg te zakken van de inflatiedoelstelling van twee procent die de ECB voor de middellange termijn nastreeft (figuur 1). Ook andere maatstaven, zoals de door marktpartijen ingeschatte kans op deflatie, duiden destijds op risico's van ontankering van inflatieverwachtingen, en zelfs op het staartrisiko van een deflatiespiraal. Dit was een gevolg van het achterblijvende economische herstel,

Vijfjarige inflatieverwachtingen eurogebied

FIGUUR 1



Consensus Economics, ECB Survey of Professional Forecasters en Thomson Reuters

Balansbeleid in theoretische modellen

KADER 1

Voor de financiële crisis kenden theoretische studies naar monetair beleid vaak *Wallace-neutraliteit*. De Wallace-neutraliteit – geïntroduceerd door Neil Wallace (1981) en opnieuw onder de aandacht gebracht door Eggertsson en Woodford (2003) – stelt dat veranderingen in de financieringsstructuur van de geconsolideerde overheid (de overheid en de centrale bank samen) direct weer door de financiële markten ‘weggegarbitreerd’ worden. Wanneer het geldt, is balansbeleid vruchteloos; het sorteert namelijk geen macro-economische effecten.

Het concept van Wallace-neutraliteit is een transpositie van het bekende Miller-Modigliani-theorema over de neutraliteit van de financieringsstructuur van bedrijven. En net

als Miller-Modigliani gaat Wallace-neutraliteit niet meer op als er fricties zijn, bijvoorbeeld doordat agenten exogene voorkeuren hebben voor specifieke financiële activa.

Sinds de crisis wordt er niet meer automatisch verondersteld dat de Wallace-neutraliteit geldt, en is er ook veel werk verricht dat laat zien wat dat betekent voor de werking van balansbeleid op de reële economie. Zo tonen Cúrdia en Woodford (2011) aan dat balansbeleid een daling van de economische activiteit kan voorkomen wanneer de centrale bank gericht disfunctionerende financiële markten ondersteunt, en kan het direct lenen aan de private sector de drukkende impact op de kredietverlening aan de reële economie fricties bij financiële intermediairs mitigeren, volgens

Gertler en Karadi (2011). Brunnermeier (2016) benadrukt, in een soortgelijke context, dat activa-aankopen door centrale banken het kapitaalbeslag bij banken verlichten. Vayanos en Vila (2009) laten zien dat balansbeleid een risicopremie kan beïnvloeden als er investeerders zijn met een exogene voorkeur voor specifieke activa en risicoaverse arbitrageurs – dat zijn realistische aannames. Christensen en Rudebusch (2012) benadrukken dat het voeren van balansbeleid kan helpen om toekomstige renteverwachtingen te communiceren, en het zo impact heeft op de financiële condities. Tot slot benadrukt Fratzscher et al. (2017) de internationale dimensie bij dit type analyse: wisselkoerseffecten en andere internationale *spillovers* kunnen de effecten versterken.

dat gepaard ging met een overcapaciteit op goederen- en arbeidsmarkten en de voortgaande afbouw van schulden. Indicatoren op basis van enquêtes lieten overigens een minder geprononceerde daling van de inflatieverwachtingen zien dan de op de marktgebaseerde maatstaven deden.

Om de neerwaartse inflatietendens te doorbreken, zag de ECB zich opnieuw genoodzaakt te besluiten tot onconventionele balansmaatregelen. Meer traditioneel rentebeleid – verlaging van de rente – was niet mogelijk omdat de rente al nul was. Daarom werd vanaf maart 2015

De effecten van het balansbeleid op de inflatie zijn met de nodige onzekerheid omgeven

kwantitatieve verruiming geïmplementeerd, waarmee het Eurosysteem grootschalig obligaties van overheden uit het eurogebied aankoopt. Daarnaast koopt het Eurosysteem ook gedekte bankobligaties, ABS'en en vanaf juni 2016 bedrijfsobligaties. De obligatieaankopen worden gefinancierd door de uitgifte van centralebankreserves. Dit heeft geresulteerd in een aanbodgestuurde expansie van de overliquiditeit, die inmiddels is toegenomen tot circa 1.800 miljard euro (zeventien procent van het eurogebied-bbp). Aanvullend op de aankopen is de depositorente van het Eurosysteem tussen 2014 en 2016 negatief gemaakt (tot -40 basispunten sinds maart 2016). Dit vormt een vlieg-wiel dat ervoor moet zorgen dat de omloopsnelheid van de overliquiditeit wordt verhoogd. Overigens slaan de effecten van kwantitatieve verruiming niet alleen neer in de bankensector. In de context van het aankoopprogramma kun-

nen namelijk ook niet-banken hun obligaties verkopen aan het Eurosysteem. Hierdoor worden de financiële condities in de volle breedte beïnvloed.

DIRECTE EFFECTEN

De kredietverruimingsmaatregelen, zoals de LTRO's, SMP en OMT, hebben veel effect gehad op de intermediaire doelvariabelen van het monetaire beleid, en hebben daarmee bijgedragen aan het herstel van de monetaire transmissie. Zo hebben de LTRO's geholpen bij het creëren van liquiditeitszekerheid voor banken in het eurogebied, hebben het SMP en de aankondiging van het OMT de reden voor denominatierisico's in de risicopremie verminderd – en er daarmee voor gezorgd dat de lage rente op krediet aan bedrijven en huishoudens werd doorgegeven. Verder heeft het kredietverruimingsbeleid er ook aan bijgedragen dat vanaf medio 2014 de daling in de kredietverlening werd gekeerd – zodat deze vanaf eind 2014 voor huishoudens en vanaf medio 2015 voor bedrijven weer toeneemt. Dit liep via lagere financieringskosten voor banken, die dit vervolgens via lagere rentes op krediet hebben kunnen doorgeven aan bedrijven en huishoudens.

De maatregelen vanaf begin 2015 richten zich op het verstrekken van additionele monetaire beleidsstimulus aan de economie. Kwantitatieve verruiming zorgt daarbij voor het verruimen van de monetaire en financiële condities, ook al kan de centrale bank niet langer haar beleidsrente verlagen. De mate waarin de centrale bank hierin slaagt, kan inzichtelijk worden gemaakt aan de hand van zogenoemde 'schaduwrentes'. Deze rente laat zien wat de nominale korte rente zou zijn wanneer deze niet gebonden was door een effectieve ondergrens. Met andere woorden, de schaduwrente laat zien tot hoever de centrale bank de korte rente had moeten verlagen om op basis van historische relaties consistent te kunnen zijn met geobserveerde lange rentes (Pattipeilohy et al., 2017). Figuur 2 laat, op basis van diverse methoden, de schaduwrente zien voor het eurogebied. Ondanks niveauverschillen tonen alle indicatoren duidelijk aan dat de ECB in staat is geweest om een substantiële verruiming van financiële condities te bewerkstelligen. Opvallend is dat de daling van de schaduwrente voor een belangrijk deel al optrad in aanloop naar het daadwerkelijke besluit tot kwantitatieve verruiming, wat wijst op sterke anticipatie-effecten.

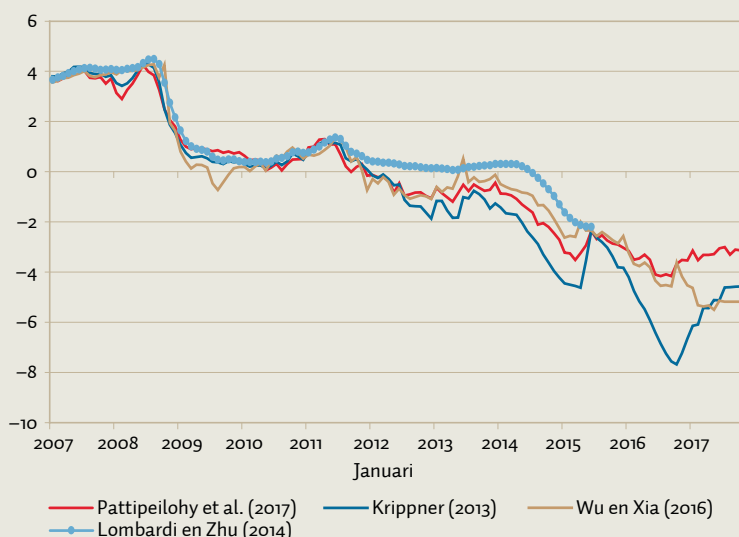
Naast het verruimen van de monetaire en financiële condities heeft kwantitatieve verruiming in het eurogebied ook een effect gehad op de wisselkoers van de euro. Dat hangt onder andere samen met het feit dat een deel van de activa aangekocht wordt van buitenlandse tegenpartijen. De aankondiging van kwantitatieve verruiming viel samen met een forse depreciatie van de euro, wat het eurogebied competitiever vis-à-vis de rest van wereld heeft gemaakt en de groei via de exporten ondersteunt. Daarnaast kan een depreciatie van de wisselkoers tot inflatie leiden omdat dit importen duurder maakt.

GEVOLGEN EN BIJWERKINGEN

De economische omstandigheden in het eurogebied zijn sinds 2014 aanzienlijk verbeterd. Het staartrisiko van een deflationaire spiraal is niet langer aanwezig. De monetaire en

Indicatoren voor de effectieve mate van monetaire-beleidsaccommodatie

FIGUUR 2



financiële condities zijn zeer accommoderend en vormen geen belemmering meer voor de economische groei. Daarbij zijn knelpunten in de monetaire transmissie weggenomen en is de doorwerking van het ruime monetaire beleid nu homogener dan tijdens de Europese schulden crisis. De economie van het eurogebied groeit al drie jaar bovenpotentieel.

Een belangrijke openstaande vraag voor toekomstig empirisch onderzoek is of de impact van balansbeleid op financiële condities en de wisselkoers op eenzelfde manier doorwerkt op inflatie als de veranderingen van de beleidsrente dat traditioneel doen. De inflatie stijgt immers slechts langzaam richting de doelstelling, van onder, maar dicht bij, de twee procent op de middellange termijn. Dit geeft aan dat de effecten van het balansbeleid op de inflatie met de nodige onzekerheid zijn omgeven. Daarbij speelt dat de inflatie ook door andere factoren wordt beïnvloed die deels buiten het bereik van de centrale bank liggen, zoals energieprijzen.

Daarnaast speelt het vraagstuk van de potentiële bijeffecten van uitzonderlijke maatregelen, die onzekerheid creëren over de wisselwerking tussen de financiële en reële sfeer. Zo heeft het balansbeleid in de afgelopen jaren de risicobeprijzing op financiële markten verstoord en daarmee bijgedragen aan de sterke stijging van vermogensprijzen. Die omstandigheden kunnen een misallocatie van kapitaal in de hand werken, als ze ertoe leiden dat marktprijzen niet langer een afspiegeling zijn van de onderliggende fundamentele waarden. Tevens kunnen zich financiële onevenwichtigheden opbouwen, zoals hoge schulden, die de economische groei kunnen bedreigen als ze onhoudbaar worden.

HUIDIGE ECB-BELEIDSCONFIGURATIE

De huidige macro-economische vooruitzichten vormen geen bedreiging meer voor prijsstabiliteit. Dat is weerspiegeld in het recente besluit om het aankoopprogramma weliswaar tot september 2018 te verlengen, maar de maandelijkse bedragen van de netto-aankopen vanaf januari 2018 te verlagen van zestig naar dertig miljard euro. Daarbij zal het Eurosysteem zijn huidige kwantitatieve verruimingsportefeuille handhaven door aflopende obligaties opnieuw te herinvesteren. Samen met zowel de toezegging om de beleidsrentes langdurig laag te houden als de via de herfinancieringsoperaties verstrekte liquiditeit zal dit blijven bijdragen aan langdurig ruimhartige monetaire en financiële condities.

De ervaring met het onconventionele monetaire beleid in de afgelopen tien jaar is dat er meestal een combinatie

aan maatregelen nodig was om de doelstelling effectief te kunnen bereiken. Maatregelen ondersteunen of versterken elkaar immers vaak. Zo zou het beleid van kwantitatieve verruiming minder effectief zijn geweest als de knelpunten in de monetaire transmissie niet waren aangepakt door de kredietverruimingsmaatregelen.

Tegelijkertijd hebben de bijzondere monetaire maatregelen ook hun begrenzings- en risico's. Fricties in het transmissieproces die structureel van aard zijn, zoals onderkapitalisatie bij banken of schuldproblemen bij overheden, kunnen niet met monetair beleid worden opgelost. Daarvoor blijven maatregelen nodig van andere partijen, zoals banken en overheden. Daarbij speelt als belangrijk risico dat dergelijke maatregelen worden uitgesteld omdat het ruime monetaire beleid de relevante actoren al de nodige lucht geeft.

LITERATUUR

- Brunnermeier, M.K. en Y. Sannikov (2016) *The I theory of money*. NBER Working Paper, 22533.
- Christensen, J.H.E. en G.D. Rudebusch (2012) The response of interest rates to US and UK quantitative easing. *The Economic Journal*, 122(564), F385–F414.
- Cúrdia, V. en M. Woodford (2011) The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 54–79.
- Eggertsson, G.B. en M. Woodford (2003) The zero bound on interest rates and optimal monetary policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 139–211.
- Fratzcher, M., M. Lo Duca en R. Straub (2017) On the international spillovers of US quantitative easing. *The Economic Journal*, te verschijnen. Online te vinden op onlinelibrary.wiley.com.
- Gertler, M. en P. Karadi (2011) A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 17–34.
- Gilbert, N. en J. Freriks (2017) De centrale bank als backstop voor overheden. *ESB*, 102(4748), 189–191.
- Krippner, L. (2013) *A tractable framework for zero lower bound Gaussian term structure models*. Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper, DP2013/02.
- Lombardi, M. en F. Zhu (2014) *A shadow policy rate to calibrate US monetary policy at the zero lower bound*. BIS Working Paper, No. 452.
- Lenza, M., H. Pill en L. Reichlin (2010) Monetary policy in exceptional times. *Economic Policy*, 25(4), 295–339.
- Pattipeilohy, C., C. Bräuning, J.W. van den End en R. Maas (2017) *Assessing the effective stance of monetary policy: a factor-based approach*. DNB Working Paper, 575.
- Vayanos, D. en J.-L. Vila (2009) *A preferred-habitat model of the term structure of interest rates*. NBER Working Paper, 15487.
- Wallace, N. (1981) A Modigliani-Miller theorem for open-market operations. *American Economic Review*, 71(3), 267–274.
- Wu, J.C. en F.D. Xia (2016) Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(2-3), 253–291.

In het kort

- ▶ Het crisisbeleid van de ECB begon met kredietverruiming, wat ervoor zorgde dat de rentes voor burgers en bedrijven omlaag gingen.
- ▶ Later volgde kwantitatieve verruiming, dat zich richtte op het verlagen van de effectieve rentes in de hele economie.
- ▶ De huidige economische vooruitzichten vormen geen directe bedreiging voor prijsstabiliteit op de middellange termijn.

Centralebankpresidenten over de toekomst van monetair beleid

Sinds de crisis gebruiken centrale banken een veel breder scala aan instrumenten. In hoeverre denken centralebankpresidenten dat zij deze instrumenten ook in de toekomst zullen blijven gebruiken?

DAVID-JAN JANSSEN

Onderzoeker bij De Nederlandsche Bank (DNB)

JAKOB DE HAAN

Hoofd onderzoek bij DNB en hoogleraar aan de Universiteit van Groningen

Over de toekomstige vorm van monetair beleid wordt momenteel een levendig debat gevoerd. Door de ernst van de financiële crisis en de hieruit volgende urgentie tot handelen, waren de afgelopen jaren aanpassingen vaak uit nood geboren. Nu de crisis langzaam uit zicht verdwijnt, rijst de vraag of monetair beleid uiteindelijk terug zal keren naar de consensus van vóór de crisis of blijvend is veranderd. Yellen (2016) suggereert bijvoorbeeld dat bepaalde onconventionele instrumenten, zoals *forward guidance*, ook in de toekomst ingezet zouden kunnen worden.

Om dit debat in kaart te brengen, zijn centralebankpresidenten geënquêteerd. In dit onderzoek, uitgevoerd met Alan Blinder en Michael Ehrmann, is gevraagd of ze onconventionele instrumenten hebben ingezet in de crisis, van plan zijn die in de toekomst nog steeds in te zetten, of ze bekritiseerd werden en of hun onafhankelijkheid onder druk stond. Aan deze in het voorjaar van 2016 afgenomen enquête namen 55 presidenten deel – een responsratio van 58 procent. De presidenten van de nationale centrale banken binnen het Eurosysteem en de regionale Federal Reserve-presidenten zijn overigens niet benaderd.

RENTES EN KWANTITATIEVE VERRUIMING

Er is verrassend veel diversiteit wat betreft de inzet van monetaire instrumenten tijdens de crisis, zoals tabel 1 laat zien. In reactie op de crisis heeft ongeveer dertig procent van de centrale banken de beleidsrente richting nul verlaagd, waarbij in tien procent van de gevallen beleidsrentes negatief werden. Kwantitatieve verruiming door het aankopen van overheidspapier blijkt door één op de vijf centrale banken te zijn ingezet, terwijl ruim tien procent andere typen activa heeft aangekocht. Ook tien procent heeft kwantitatieve verruiming wel overwogen, maar uiteindelijk niet ingezet. Deze geringe inzet van kwantitatieve verruiming is goed te verklaren. Niet in alle delen van de wereld was het nodig om onconventionele instrumenten in te zetten.

FORWARD GUIDANCE EN COMMUNICATIE

Ongeveer de helft van de bankpresidenten heeft door *forward guidance* geprobeerd verwachtingen te sturen. De

inzet van *forward guidance* was hiermee hoger dan die van het rente-instrument en de kwantitatieve verruiming. Een eerste verklaring is dat communicatie al in de jaren voor de crisis een steeds grotere rol was gaan spelen in het monetaire beleid (Blinder et al., 2008). Tijdens de crisis nam het belang van communicatie alleen nog maar toe. Het bekendste voorbeeld van communicatie tijdens de crisis is waarschijnlijk de *whatever it takes*-toespraak van president Mario Draghi van de ECB in juli 2012, maar de toename in het gebruik van communicatie is veel breder geweest. Zo is de Federal Reserve overgegaan tot het houden van persconferenties na rentebesluiten, is de Bank of England de notulen van monetaire vergaderingen eerder vrij gaan geven en publiceert de Europese Centrale Bank sinds begin 2015 de *monetary policy accounts*.

Een tweede verklaring is dat *forward guidance* veelal als alternatief werd gezien, vooral toen het verlagen van de beleidsrente niet langer mogelijk was tijdens de crisis. De redenering is dat de centrale bank de lange rente alsnog kan drukken door te beloven de korte beleidsrente 'langer laag' te houden. Als ze daarbij geloofwaardig is, zal de lange rente als afspiegeling van de verwachte toekomstige korte rente al in de bewuste periode afnemen. Zo kan de centrale bank een expansief beleid voeren, ook als zij de korte rente niet kan verlagen (Eggertsson en Woodford, 2003).

TOEKOMSTIG INSTRUMENTARIUM

Over het toekomstig instrumentarium blijkt geen consensus te bestaan onder centralebankpresidenten (tabel 2). Zo verwacht 21 procent van de centrale bankiers dat het aankopen van overheidsobligaties in de toekomst *geen* onderdeel van het instrumentarium zal zijn, terwijl bijna 40 procent het nog te vroeg vindt om hierover te oordelen. Over het inzetten van negatieve rentes lopen de meningen eveneens uiteen. Slechts 22 procent van de centralebankpresidenten wil deze mogelijkheid in de toekomst openhouden, terwijl meer dan de helft het nog te vroeg vindt om dit te beoordelen. Over *forward guidance* daarentegen wordt er positiever geoordeeld. Bijna zestig procent van de presidenten verwacht in de toekomst dit communicatie-instrument te blijven gebruiken, terwijl dertien procent aangeeft het nog actiever in te willen zetten.

De meeste overeenstemming bestaat over de inzet van macroprudentiële instrumenten. Maar liefst driekwart van de ondervraagde centrale bankiers verwacht dat dit ook in de toekomst belangrijk zal blijven. Tegelijkertijd bestaat

Dit artikel is gebaseerd op Blinder et al. (2017)

er over de precieze invulling nog geen overeenstemming. Een ruwe inventarisatie levert een breed palet aan mogelijke maatregelen op. Hierbij worden restricties op kredietverlening, zoals het maximaliseren van *loan-to-value*-ratio's bij hypotheeken, het vaakst genoemd.

GEEN ZORGEN OVER ONAFHANKELIJKHEID

Een mogelijke verklaring voor de terughoudendheid om sommige instrumenten in de toekomst te blijven inzetten, zijn zorgen over de onafhankelijke positie van de centrale bank bij het formuleren van monetair beleid. Die onafhankelijkheid is waardevol: naarmate de politiek meer invloed heeft op het monetaire beleid, valt de inflatie hoger uit (Klomp en De Haan, 2010).

Tijdens de crisis is de kritiek op centrale banken sterk toegenomen. Deze toename hing samen met zowel de zichtbaarheid als de reikwijdte van de crisismaatregelen. Ook was er kritiek op het te ruime monetaire beleid voorafgaand aan de crisis. Ruim veertig procent van de centrale bankiers die aan de enquête meededen, geeft aan dat hun beleid is bekritiseerd. De kritiek spitste zich dan bijvoorbeeld toe op risico's van aankoopprogramma's, het vervagen van het onderscheid tussen begrotingsbeleid en monetair beleid en de herverdelingseffecten van beleid.

Toch lijkt de onafhankelijkheid van monetair beleid volgens centrale bankiers vooralsnog niet in het geding. Meer dan zeventig procent van de centralebankpresidenten geeft aan niet of nauwelijks bedreigingen te zien voor de onafhankelijkheid van zijn of haar instelling in de komende jaren (figuur 1). Als we alleen kijken naar de centrale bankiers uit ontwikkelde economieën, verandert dit beeld niet wezenlijk.

CONCLUSIE

Over het toekomstige instrumentarium voor monetair beleid bestaat er geen duidelijke overeenstemming. Ondanks toegenomen kritiek zien centrale bankiers nog weinig bedreigingen voor hun onafhankelijkheid bij het maken van monetair beleid. De aarzeling over het toekomstige instrumentarium moet dus op een andere manier worden geduid.

Een nog incompleet beeld ten tijde van de enquête (voorjaar 2016) biedt een verklaring. Voor een afgewogen

oordeel over de voor- en nadelen van de instrumenten zijn de ervaringen tijdens de *exit* van onconventioneel monetair beleid ook van belang, maar deze *exit* is in veel gevallen nog niet in gang gezet of voltooid. Nader onderzoek naar de effecten van onconventioneel monetair beleid is daarom van cruciaal belang. Alleen op die manier kan er uiteindelijk een definitief antwoord worden gegeven op de vraag hoe de gereedschapskist voor monetair beleid er idealiter uitziet. De ervaringen met macroprudentiële instrumenten zijn blijkbaar zodanig dat centrale bankiers verwachten dat deze ook in de toekomst ingezet zullen worden.

Inzet van instrumenten in de crisis

TABEL 1

| | Ingezet | Overwogen, niet ingezet | Niet overwogen |
|--|---------|-------------------------|----------------|
| Lage beleidsrentes | 29 | 0 | 71 |
| Negatieve beleidsrentes | 12 | 10 | 78 |
| Kwantitatieve verruiming met overheidspapier | 20 | 6 | 74 |
| Kwantitatieve verruiming met overige titels | 13 | 15 | 73 |
| Forward guidance | 51 | 14 | 38 |
| Macroprudentieel beleid | 79 | 2 | 19 |

Noot: Getallen zijn afgeronde percentages

Bron: Blinder et al. (2017)

Toekomstige inzet van instrumenten

TABEL 2

| | Blijft belangrijk | Blijft belangrijk maar in aangepaste vorm | Stopgezet | Te vroeg voor een oordeel |
|--|-------------------|---|-----------|---------------------------|
| Lage beleidsrentes | 44 | 3 | 9 | 44 |
| Negatieve beleidsrentes | 22 | 0 | 25 | 53 |
| Kwantitatieve verruiming met overheidspapier | 35 | 6 | 21 | 38 |
| Kwantitatieve verruiming met overige titels | 29 | 0 | 29 | 42 |
| Forward guidance | 59 | 13 | 0 | 28 |
| Macroprudentieel beleid | 77 | 9 | 2 | 13 |

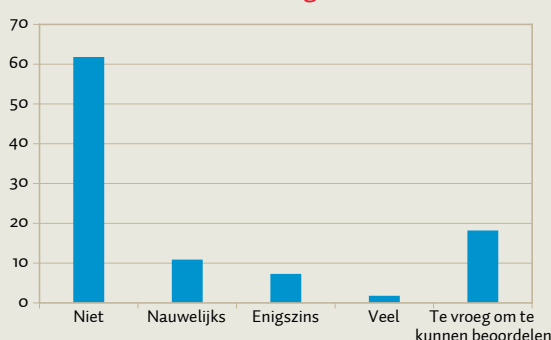
Noot: Getallen zijn afgeronde percentages

Bron: Blinder et al. (2017)

LITERATUUR

- Blinder, A.S., J. de Haan, D.-J. Jansen et al. (2008) Central bank communication and monetary policy: a survey of theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, 46(4), 910–945.
- Blinder, A.S., M. Ehrmann, J. de Haan en D.-J. Jansen (2017) Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis. *Economic Policy*, 32(92), 707–755.
- Eggertsson, G. en M. Woodford (2003) The zero bound on interest rates and optimal monetary policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 193–233.
- Klomp, J. en J. de Haan (2010) Inflation and central bank independence: a meta regression analysis. *Journal of Economic Surveys*, 24(4), 593–621.
- Yellen, J.L. (2016) *The Federal Reserve's Monetary policy toolkit: past, present, and future*. Speech tijdens Jackson Hole symposium 'Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future', 26 augustus.

In hoeverre zal de onafhankelijkheid van uw centrale bank nu of in de nabije toekomst worden bedreigd? **FIGUUR 1**



In het kort

- ▶ Centralebankpresidenten verschillen van mening over de instrumenten die zij in de toekomst verwachten in te zetten.
- ▶ Voor forward guidance en macroprudentiële instrumenten is relatief veel animo.

Fundamentele evaluatie van de ECB-strategie is noodzakelijk

De Europese Centrale Bank voert sinds de financiële crisis van 2008 een hoogmoedig beleid, dat diep ingrijpt in de economie. Dit levert allerlei risico's op, uiteindelijk ook voor het verwezenlijken van haar primaire taak en voor haar onafhankelijkheid. Tijd voor een herbezinning.

SYLVESTER EIJJFINGER

Hoogleraar aan Tilburg University en president van Tilburg University Society

LEX HOOGDUIN

Hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen en bestuursvoorzitter van LCH

Tijdens en na de financiële crisis van 2008 is de Europese Centrale Bank (ECB) een andere richting ingeslagen. Het gaat niet alleen om de inzet van zogenoemde 'onconventionele monetaire instrumenten', maar ook om een bredere strategiewijziging waardoor zij zich verrijkt van een aantal kernuitgangspunten van het EU-verdrag, waaronder de statuten van het Europees Stelsel van Centrale Banken (ESCB).

Dit artikel bespreekt en beoordeelt deze wijzigingen vanuit het gegeven dat zowel het financiële systeem als de economie waarin de ECB opereert complexe systemen zijn. In een complex systeem moet beleid, wil het effectief zijn, aan bepaalde beginselen voldoen. Het ECB-beleid na de crisis schendt echter twee beginselen voor effectief beleid in een complex systeem. Zeker de laatste vier jaar bereikt de ECB met haar strategie niet wat ze zegt te willen bereiken. De ECB-strategie die aan de crisis voorafging sloot beter aan bij deze beginselen.

BELEID IN EEN COMPLEXE ECONOMIE

De economie is een complex adaptief systeem (Arthur, 2015; Colander en Kupers, 2014; Diks, 2012; Hayek, 1967; Hoogduin, 2014; Mitchell, 2009). Een complex adaptief systeem is gedefinieerd als een grote verzameling heterogene economische agenten die met elkaar interacteren, en die ook op hun omgeving reageren en zich daaraan aanpassen. Een complex adaptief systeem is dus dynamisch en evolueert permanent.

Hoe een economie zich ontwikkelt, is afhankelijk van kennis, informatie, voorkeuren en verwachtingen/ideeën over de toekomst, de zogenoemde *data*. Deze data zijn zeer sterk over individuen gespreid, en nooit centraal te verkrijgen (Hayek, 1937; 1945). Bovendien hebben ze grotendeels een mentaal karakter. Dat geldt bijvoorbeeld voor voorkeuren en verwachtingen. Veel door individuen gebruikte kennis en informatie is ook niet vastgelegd of vast te leggen.

Als gevolg hiervan is de economische ontwikkeling in hoge mate onvoorspelbaar, en dreigen er altijd onbedoelde gevolgen van ingrepen in de economie. Er is sprake van een knightiaanse onzekerheid, waarbij de toekomst onbekend en onvoorspelbaar is vanwege geopolitieke en andere risico's (Knight, 1921).

Economisch beleid in een complex adaptief systeem is bescheiden en voorzichtig (Hoogduin, 2016; 2017). Dit geldt ook voor monetair beleid. 'Bescheiden' betekent dat beleid alleen voorwaardenscheppend kan zijn en geen precieze uitkomsten dient na te streven. 'Voorwaardenscheppend' is bijvoorbeeld ervoor zorgdragen dat private partijen op de open markt transacties kunnen aangaan, 'precieze uitkomsten nastreven' is voorschrijven welke transacties private partijen dienen aan te gaan. Voor dat laatste ontbreekt bij beleidsmakers de kennis. Het wel nastreven van precieze uitkomsten is hoogmoed, en die komt voor de val (Brakman et al., 2001).

Voorzichtig beleid is beleid dat geen schade aanricht. Dit beginsel vinden we ook in de geneeskunde: 'Ten eerste geen schade berokkenen' (Hippocrates). Het sluit aan bij het besef dat de beleidsmaker heel weinig kan weten over de precieze ontwikkeling van een complex adaptief systeem, terwijl dat systeem zelf aanpassingsmechanismen heeft; die moeten hun werk kunnen doen. Volgens Hayek kunnen we hoogstens weten welke mechanismen werken in een complex adaptief systeem. Er bestaan geen constante kwantitatieve economische wetmatigheden (Hayek, 1937; 1945; Von Mises, 1962).

De belangrijkste taak van een econoom is daarom om

voortdurend uit te leggen hoe weinig we kunnen weten over de economie waarin we voortdurend willen ingrijpen. Voer dus geen beleid dat potentieel meer schade dan goed kan doen. Het doel kan nooit de middelen heiligen en de toegepaste middelen moeten niet erger zijn dan de kwaal.

Zorg er ook voor dat je als beleidsmaker zelf geen bron van verstoringen wordt. Grijp niet te veel en te vaak in, en schep niet als een kwakzalver valse verwachtingen, maar wees voorspelbaar. In de praktijk betekent dit dat het beleid gevoerd moet worden op basis van simpele regels met maar weinig discretie. Dit sluit aan bij de discussie over *rules rather than discretion* in het monetaire beleid (Barro en Gordon, 1983) en de vaste geldgroei-regel van Milton Friedman (Friedman, 1960).

BELEIDSPRAKTIJK VAN DE ECB

De ECB schendt met haar huidige beleid beide beginselen voor verstandig beleid in een complex adaptief systeem.

ECB-beleid is niet bescheiden

Het huidige beleid is niet bescheiden en dat was het ooit wel. Het EU-verdrag bepaalt dat het primaire doel van de ECB het handhaven van prijsstabiliteit is. Het geeft niet aan hoe prijsstabiliteit wordt gedefinieerd en hoe de ECB prijsstabiliteit moet nastreven. Dat heeft de ECB (1998; 2003) vastgelegd in haar monetaire beleidsstrategie: prijsstabiliteit is een ontwikkeling van de HICP (*harmonised index of consumer prices*) voor het eurogebied als geheel van dicht bij, maar net lager dan twee procent op jaarbasis, en prijsstabiliteit wordt nagestreefd via een zogenoemde tweepijlerstrategie.

De monetaire pijler richt zich op de risico's voor prijsstabiliteit op de middellange termijn en kijkt naar signalen daarvoor in monetaire en financiële variabelen. De reële pijler richt zich ook op risico's voor prijsstabiliteit op de middellange termijn, maar kijkt daarvoor naar signalen in de reële economie. Daar hoort nadrukkelijk ook de analyse van andere prijsindicatoren zoals de prijzen van aandelen en staatsobligaties bij, vanwege mogelijke vermogens-effecten op de prijzen van goederen en diensten op termijn. De

bestuursraad van de ECB vormt zich een oordeel over de risico's voor prijsstabiliteit op de middellange termijn in beide pijlers, en besluit op basis daarvan over de inzet van haar instrument, namelijk de herfinancieringsrente voor banken.

De Europese Centrale Bank is onder Draghi aan de minst succesvolle periode in haar jonge geschiedenis bezig

Vanaf 2007 is de monetaire pijler minder belangrijk geworden en op de achtergrond geraakt. Zo werd onder andere gestopt met het publiceren van een richtsnoer voor de groei van de geldhoeveelheid (M3). Deze richtsnoer had tot dan steeds 4,5 procent bedragen, maar werd vaak overschreden. Aan de vooravond van de crisis, in 2007, bedroeg deze groei 12 procent.

En onder Draghi is de ECB zonder verklaring en onderbouwing een *inflation targeter* geworden – en wel een heel precieze. Ze stelt nu dat de inflatie 1,8 of 1,9 procent per jaar bedragen mag, wil men doel halen. Dat is een veel preciezere strategie dan het handhaven van prijsstabiliteit.

Ter verduidelijking: in ECB (1998) richt ze zich op de feitelijke inflatie op middellange termijn. Dus op de HICP zonder correctie voor fluctuaties die de trend verstoren. Een dergelijke index heet kerninflatie of super-kerninflatie. De laatste jaren zet de ECB ineens de kerninflatie centraal in haar beleid.

Tekenend is dat deze strategie de laatste vier jaar voortdurend fout loopt: de prijzen stijgen structureel langzamer dan de inflatiedoelstelling. Daarmee is de ECB onder Draghi aan de minst succesvolle periode in haar jonge geschiedenis bezig. Het is voor de markten onduidelijk op welk inflatiekompas de ECB op middellange termijn zal koersen.

Verwijdering ten opzichte van het EU-verdrag

KADER 1

In het EU-verdrag en de ESCB-statuten is er afgesproken om overheidsschulden en tekorten niet monetair te financieren. De gedachte daarachter is dat een overheid die een beroep kan doen op de centrale bank voor financiering, vroeger of later zal ontsporen en het monetaire beleid zal gaan domineren.

De ECB heeft de laatste jaren massaal schuld-papier van overheden in de secundaire markt gekocht (*quantitative easing*; QE). Hoe men dit ook juridisch moge beoordelen, in economische zin is dit een monetaire financiering van overheidstekorten en -schulden. Daarmee heeft de ECB haar onafhankelijkheid onder-

graven, zoals deze vastgelegd is in de ESCB-statuten (Eijffinger en De Haan, 1996; De Haan et al., 2005; De Haan en Eijffinger, 2017).

Het EU-verdrag bevat de zogenoemde no-bailoutclausule. De bedoeling daarvan is om te zorgen dat landen hun eigen broek ophouden, en niet door andere landen uit de brand worden geholpen. Het ECB-beleid heeft bijgedragen aan een ondermijning van deze clausule. Het monetaire beleid van de ECB heeft tot grote herverdelingseffecten geleid tussen tekorten en overschotlanden en tussen spaarders en schuldenaren in de eurozone. Daarmee is de ECB feitelijk buiten haar mandaat getreden.

Door QE worden er rentes op staatsschuld gedrukt. Dit maakt landen gemakkelijker onvoorzichtiger bij het aangaan van schuld en het laten bestaan van te hoge tekorten (moral hazard). Mario Draghi's bekende uitspraak uit 2012 om alles te doen wat binnen het Verdrag past om de euro te redden – door de bereidheid uit te spreken zo nodig onbeperkt overheidsobligaties van landen in problemen op te kopen (*outright monetary transactions*; OMT) – heeft potentieel hetzelfde effect. Het verschil is dat outright monetary transactions conditioneel zijn en nooit zijn toegepast, en QE onconditioneel en in ruime mate is toegepast.

ECB-beleid is niet voorzichtig

Het ECB-beleid lijkt te kunnen worden gekarakteriseerd als ‘het doel heiligt de middelen’.

De te lage inflatie en de focus op de kerninflatie gebruikt de ECB als rechtvaardiging voor een zeer grote, jarenlange opkoop van staatsobligaties en andere vermogenstitels, en om de beleidsrente dicht bij nul te houden. Dat doet ze op een moment dat economieën in het eurogebied al weer een aantal jaren herstel vertonen, en dat de feitelijke inflatie rond een half procentpunt lager is dan het ECB-doel. Het gevaar van een deflatoire spiraal, zo het ooit al bestond, is achter de horizon verdwenen. Het huidige inflatieniveau lijkt weinig schadelijk te zijn.

De te lage rente schakelt de marktwerking uit

Dit is nou juist niet het type beleid dat de ECB zou moeten volgen. Het verbod op monetaire financiering uit het Verdrag van Maastricht legt bijvoorbeeld beperkingen op aan de middelen die de ECB mag inzetten. Kader 1 legt uit dat de ECB zich verwijderd van het Verdrag, en daarmee haar onafhankelijkheid zelf op langere termijn heeft ondergraven.

GEVOLGEN VAN HET HUIDIGE ECB-BELEID

Het huidige monetaire beleid van de ECB heeft potentieel grote gevolgen.

Risico's

Allereerst is er het risico dat overheden noodzakelijke aanpassingen uitstellen en proberen af te stellen (*moral hazard*). Dat zien we bij de omvang van overheidstekorten, het nemen van maatregelen om markten beter te laten werken en de sanering van balansen van banken, bedrijven of burgers. Kijk bijvoorbeeld naar het Franse begrotingstekort dat, ondanks de huidige positieve economische ontwikkeling en zeer lage rentes, nog meer dan drie procent bbp bedraagt. Of naar de 1.000 miljard euro aan achterstallige leningen die tien jaar na het begin van de crisis nog op de balansen van banken in het eurogebied staan, terwijl er is afgesproken om de bankbalansen op te schonen. De zeer lage rentes maken het voor Italiaanse banken gemakkelijk om *non-performing loans* door te rollen.

Ook vormt het huidige beleid een voedingsbodem voor zeepbellen. Langdurig lage nominale en reële rentes kunnen zeepbellen doen ontstaan in de markten voor overheidsobligaties, bedrijfsobligaties, aandelen en bijvoorbeeld bitcoins. En wat te denken van de Nederlandse huizenmarkt, waar prijzen al weer geruime tijd fors stijgen? Het is duidelijk dat de prijzen op deze markten door de ECB verstoord zijn.

Marktverstoringen

Een te ruim monetair beleid kan tot *boom/bust*-cycli leiden volgens de Oostenrijkse conjunctuurtheorie (Hayek, 1932;

Von Mises, 1912), omdat de te lage rente consumenten en investeerders stimuleert om hun bestedingen uit te breiden. Dat levert een sterk aantrekkende economische groei (*boom*) op. Maar die groei is niet houdbaar en gaat met verkeerde allocaties gepaard. Er wordt tijdens de boom meer productiecapaciteit opgebouwd dan nodig is om de voorgenomen toekomstige consumptie te leveren. Dat leidt dan tot een recessie (*bust*) en een oplopende werkloosheid.

In feite schakelt de te lage rente en de dominantie van de ECB in de financiële markt de marktwerking uit, en vertekent het de meting van economische grootheden. Marktpartijen zijn minder geïnteresseerd in de kredietwaardigheid van de partij die schuldtitels uitgeeft, en meer in de modaliteiten van het ECB-opkoopbeleid. De centrale bank bepaalt daarmee niet alleen de rentes op de geldmarkt, maar ook die op de kapitaalmarkt – die niet het domein van de centrale bank behoren te zijn.

Ook zorgt de zeer lage rente voor een vermindering van de productiviteitsgroei en dus economische groei. Door de zeer lage rente kan laagproductieve productiecapaciteit in stand blijven, wat de innovatie en de verschuiving van capaciteit naar productievare activiteiten remt. Daarmee draagt het beleid bij aan een relatief traag en beperkt herstel na de crisis.

De ECB is hierdoor van neutrale scheidsrechter die het spel zijn gang laat gaan, geworden tot een scheidsrechter die de wedstrijd dood fluit en het eindresultaat bepaalt. Wat betekent het Nederlandse overschot op de begroting precies bij een zo lage rente? Een twee tot drie procentpunt hogere rente zou in het huidige economische klimaat niet ondenkbaar zijn. En dan is dat overschot snel verdwenen.

Geloofwaardigheid en onafhankelijkheid

Naarmate het zeer ruime beleid langer volgehouden wordt, neemt in een omgeving van robuuste groei het risico toe dat de inflatie ineens gaat versnellen. Wij weten niet waar dat kantelpunt precies ligt, maar het is er wel. Kan de ECB tijdig en geloofwaardig bijsturen?

Tot die tijd boet de ECB aan geloofwaardigheid en onafhankelijkheid in. Aan geloofwaardigheid, omdat het huidige beleid er niet in slaagt het zelf-opgelegde inflatiedoel van twee procent te halen; er is een structurele onderschrijding. En aan onafhankelijkheid, omdat de ECB, naarmate zij langer een permanente invloed uitoefent op andere zaken dan waarvoor zij primair bestaat, steeds meer kritiek zal krijgen. Een goed voorbeeld hiervan is de kritiek vanuit de pensioenenbeleggers op de lage rentes. De neutraliteit van het geld is een voorwaarde voor de onafhankelijkheid van de centrale bank.

De risico's van het huidige beleid zijn groot, terwijl de kwaal relatief beperkt lijkt: een inflatie die een beetje lager is dan gewenst, zonder veel risico op beweging in de richting van deflatie. Is de ECB niet als een olifant door de porseleinkast aan het lopen?

EVALUATIE NODIG

De ECB is niet de enige centrale bank met een problematische strategie. In feite lopen alle centrale banken die zich op een inflatiedoelstelling fixeren hier tegenaan. En dat zijn ze vrijwel allemaal.

Het merkwaardige is wel dat de ECB, juist op het moment dat de problemen met die strategie zichtbaar begonnen te worden, als zo'n beetje de laatste centrale bank in de wereld die strategie is gaan volgen – en dan ook nog een hele precieze doelstelling is gaan gebruiken.

De ironie is dat de oorspronkelijke tweepijlerstrategie van de ECB beter voldoet aan de eisen voor beleid in een complex adaptief systeem. Er was geen *inflation target* en via de monetaire pijler werd er beoogd voorspelbaar bij te dragen aan het scheppen van voorwaarden voor prijsstabiliteit op de middellange termijn. Het lijkt ons verstandig dat de ECB terugkeert naar haar oorspronkelijke strategie.

De eerste stap daartoe is een fundamentele evaluatie van de strategie van inflation targeting. Het doel daarvan moet zijn om bescheidenheid en voorzichtigheid ('beroken geen schade') terug te brengen in de manier waarop monetair beleid wordt gevoerd. Het belang daarvan is groot, gelet op de knightiaanse onzekerheid waaronder centrale banken opereren.

Tot recent hebben belangrijke centrale banken, zoals de ECB en het Federal Reserve System, weinig tekenen getoond dat ze geneigd zijn tot zo'n evaluatie van hun beleidsstrategie. Wel is er een recent toenemende zorg bij leidende centrale bankiers zoals Janet Yellen dat de modellen die men gebruikt in het kader van inflation targeting niet meer werken (Giles, 2017).

Het is winst dat centrale bankiers zich zorgen beginnen te maken over hun beleid. Maar gevreesd worden dat ze de oplossing zoeken in het opnieuw specificeren van hun beleidsmodellen. Ze zoeken dan naar kennis over het inflatieproces en de economie, die er principieel niet is. Het antwoord kan niet komen van andere beleidsmodellen, maar alleen van een andere strategie.

Specifiek voor de ECB komt daarbij dat er in de toekomst geen beleid meer zou moeten worden gevoerd dat, wat betreft zijn economische betekenis, op gespannen voet staat met het beginsel van het verbod op monetaire financiering. Het beleid zou ten slotte de *no-bailout*-clausule het liefst moeten ondersteunen, in plaats van deze te ondermijnen. Kwantitatieve verruiming en outright monetary transactions zouden dus geen onderdeel van het reguliere beleidsinstrumentarium van de ECB horen te zijn.

LITERATUUR

- Arthur, W.B. (2015) *Complexity and the economy*. Oxford: Oxford University Press.
- Barro, R.J. en D.B. Gordon (1983) Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 12(1), 101–121.
- Brakman, S., L.H. Hoogduin en H. Garretsen (2001) Overconfidence in monetary theory and monetary policy. In: E. Wester, G.H. Kuper en E. Sterken (red.) *Coordination and growth: essays in honour of Simon K. Kuipers*. Dordrecht: Kluwer, 164–178.
- Colander, D. en R. Kupers (2014) *Complexity and the art of public policy: solving society's problems from the bottom up*. Princeton: Princeton University Press.
- Diks, C. (2012) *Complexiteit en economie*. Oratie, Universiteit van Amsterdam. Bewerkte versie te vinden op www.tpedigitaal.nl.
- ECB (1998) *A stability oriented monetary policy strategy for the ESCB*. Persbericht te vinden op www.ecb.europa.eu.
- ECB (2003) *The ECB's monetary policy strategy*. Persbericht te vinden op www.ecb.europa.eu.
- Eijffinger, S.C.W. en J. de Haan (1996) *The political-economy of central-bank independence*. Princeton Special Papers in International Economics. Paper te vinden op www.princeton.edu.
- Friedman, M. (1960) *A program for monetary stability*. New York: Fordham University Press.
- Giles, C. (2017) Central bankers face a crisis of confidence as models fail. *The Financial Times*, 11 oktober.
- Haan, J. de, S.C.W. Eijffinger en S. Waller (2005) *The European Central Bank: credibility, transparency and centralization*. CESifo Book Series. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Haan, J. de, en S.C.W. Eijffinger (2017) *Central bank independence under threat? CEPR Policy Insight*, 87. Document te vinden op cepr.org.
- Hayek, F.A. (1932) *Prices and production*, 2nd edition, August M. Kelly, Publishers, New York.
- Hayek, F.A. (1937) Economics and knowledge. *Economica*, 4(13), 33–54.
- Hayek, F.A. (1945) The use of knowledge in society. *American Economic Review*, 35(4), 518–530.
- Hayek, F.A. (1967) The theory of complex phenomena. In: F.A. Hayek, *Studies in philosophy, politics and economics*. Chicago: The University of Chicago Press, 22–42.
- Hoogduin, L. (2014) *Omgaan met complexiteit en onzekerheid*. Oratie Rijksuniversiteit Groningen.
- Hoogduin, L. (2016) Complexity, modesty and economic policy. In: *New Approaches to Economic Challenges: Insights into Complexity And Policy*. Parijs: OESO, 11–12.
- Hoogduin, L. (2017) Complexiteit, onzekerheid en (macro-)economisch beleid. In: *Sturen in een verweven dynamiek*. Ministerie van Economische Zaken, 59–68. Brochure te vinden op www.rijksoverheid.nl.
- Knight, F. (1921) *Risk, uncertainty and profit*. Boston / New York: Mifflin.
- Mitchell, M. (2009) *Complexity: a guided tour*. New York: Oxford University Press.
- Mises, L. von (1912) *The theory of money and credit*. New York: Skyhorse Publishing [2013].
- Mises, L. von (1962) *The ultimate foundation of economic science*. Indianapolis: Liberty Fund.

In het kort

- ▶ Verstandig beleid in een complex adaptief systeem is bescheiden en voorzichtig.
- ▶ Het beleid van de ECB getuigt sinds de crisis van hoogmoed en is zeer ingrijpend.
- ▶ Een fundamentele evaluatie van de gevoerde strategie na de crisis is noodzakelijk.

Ongekend experiment

Als mij twintig jaar geleden was gevraagd wat er zou gebeuren als centrale banken de dingen zouden doen die ze de laatste tien jaar hebben gedaan, zou ik hebben gezegd dat de centralebankpresidenten zullen worden ontslagen en vastgezet, hetzij in een penitentiaire, hetzij in een psychiatrische instelling. De inflatie zou daarnaast op hol slaan en het publiek zou het vertrouwen in het geldsysteem verliezen. De economie ontspoorde volledig, de chaos grijpt om zich heen en militair ingrijpen moet niet worden uitgesloten. Sommige landen trekken misschien militair ten strijde.

Het is anders gelopen. Toegegeven, er is kritiek op centrale banken, maar hun hoogste bestuurders zitten nog behoorlijk stevig in het zadel. Ik vermoed dat ze zichzelf als helden zien omdat ze de wereld voor een depressie hebben behoed. Ze vragen zich waarschijnlijk in opperste verbazing af waarom er zo veel kritiek op ze is. En ze hebben een punt.

Enkele hoofdrolspelers uit de periode waarin de crisis uitbrak, hebben hierover mooie memoires geschreven, al blinken ze niet uit in kritische zelfreflectie. Geithner (2015) en Bernanke (2015) schrijven dat ze het uitstekend hebben gedaan, ondanks dat ze soms in de weg werden gelopen door onbekwame andere beleidsmakers. Gelukkig wisten ze tegenwerking van dit soort figuren terzijde te schuiven. Geithner kwam zelfs naar Europa om op een Europese top uit te leggen hoe het moest. Die poging was minder succesvol.

Ondanks mijn kanttekeningen bij zulke boeken ben ik het met hun boodschappen zeer eens. Geithner herhaalt veelvuldig zijn adagium *'plan beats no plan'*. Met andere woorden, zelfs in de meest onzekere situatie moet je een plan hebben en dat uitvoeren. En de titel van het boek van Bernanke – *The courage to act* – zegt voor mij genoeg: hij had inderdaad de moed om onconventioneel beleid te bedenken en uit te voeren. De rest van de wereld stond langs de zijlijn commentaar te geven.

De vragen die economische geschiedschrijvers van de toekomst moeten beantwoorden, zijn of de omstandigheden zulk extreem beleid rechtvaardigden, of zulk beleid werkelijk effectief is gebleken en wat de bijwerkingen zijn. Ik denk dat de omstandigheden in 2008/2009 voldoende aanleiding waren voor *quantitative easing* (QE; kwantitatieve verruiming), maar betwijfel of de dreiging van deflatie in 2015 het QE-beleid van de ECB rechtvaardigt. De fragmentatie van financiële markten en de verschillen van de monetaire transmissie tussen landen waren echter wel sterke argumenten om stevig op te treden. Het



HAN DE JONG

Chief economist bij ABN Amro

is voor mij wel helder dat je bij dit soort beleid beter te veel dan te weinig kunt doen, en dat het beter is het te lang vol te houden dan te kort. Te weinig en te kort zou een onvergeeflijke vergissing zijn.

We hebben weliswaar een diepe recessie in 2009 meegemaakt, maar tot een depressie is het niet gekomen. De economieën van de relevante landen staan er redelijk tot goed voor, de directe conjuncturele vooruitzichten zijn zelfs uitstekend. Of dat allemaal dankzij het monetaire beleid is, zal een punt van discussie blijven. Maar over de effectiviteit van het beleid ten aanzien van inflatie en groei kun je tenminste zeggen: als het niet baatte, dan heeft het toch ook niet geschaad.

Over bijwerkingen bestaat nog de grootste onduidelijkheid. Sommigen zien overal zombiebedrijven en een

misallocatie van investeringen. Nieuwe investeringen zijn tot nog toe echter teleurstellend beperkt gebleven; misallocatie op grote schaal zie ik daarom niet.

Zijn er dan overal zeepbellen op markten voor vermogenstitels? Doemdenkers roepen al jaren dat de ogenschijnlijk positieve economische ontwikkeling allemaal kunstmatig is en dat het stilte voor een orkaan is. Hoe langer het goed lijkt te gaan, des te vernietigender de klap die onvermijdelijk komt. Er is een grote, opmerkelijk geduldige markt voor dit soort apocalyptische bespiegelingen. Toen centrale banken de rente sterk verlaagden, voorpelden veel economen gierende inflatie. Dat is bijna tien jaar geleden. Sic!

Sommigen zouden elke vermoede zeepbel een klap willen geven om instabiliteit te voorkomen. Een nobel streven? Tegen welke prijs? Hoe identificeren we zeepbellen? Als rente langdurig heel laag blijft, rechtvaardigt dat relatief hoge waarderingen voor vermogenstitels met een lange *duration*. Natuurlijk willen we niet overal zeepbellen, zeker geen grote zeepbellen en al helemaal niet zeer grote zeepbellen die door schuldpbouw worden gevormd. Maar een beetje bubbeltachtige ontwikkeling hier en daar geeft een economie dynamiek. Die wil je niet bij voorbaat plat slaan.

Wat rest, is op te merken dat we getuige zijn van het grootste experiment van monetair beleid dat de mensheid ooit heeft meegemaakt. De uiteindelijke uitkomst hiervan is ongewis, maar: *so far, so good!*

LITERATUUR

Bernanke, B. (2015) *The courage to act*. New York: Norton.

Geithner, T. (2015) *Stress test*. New York: Broadway Books.

Uit 1997: De regel van Taylor

“Monetair beleid is in de praktijk het resultaat van een subjectieve afweging van vele factoren. De Amerikaanse econoom Taylor doet echter een aanbeveling voor monetair beleid, waarbij de rente bepaald wordt door een objectieve weging tussen de bezettingsgraad van bedrijven en de inflatie. [...]”

De regel van Taylor is niet minder dan een beleidsaanbeveling voor het officiële rentetarief. Taylor mag zich recent verheugen in veel belangstelling, ook van de zijde van vooraanstaande centrale bankiers en dat is niet voor niets. De formule blijkt het gedrag van centrale banken in de praktijk verbaazingwekkend goed te beschrijven. Ze is dus mogelijk ook voor voorspellingsdoeleinden geschikt. De regel van Taylor werkt als volgt. Als uitgangspunt wordt een ‘neutraal’ niveau voor de reële rente gekozen. Vervolgens worden de vigerende stand van de inflatie en de bezettingsgraad van de economie er bij betrokken om tot een aanbeveling voor het renteniveau te komen.

Dit roept een aantal vragen op. Wat is bijvoorbeeld een neutraal niveau voor de reële rente? Dit is een boeiend onderwerp voor theoretici en het neutrale renteniveau kan bovendien van land tot land verschillen. Wij gaan hier praktisch te werk en treden in de voetsporen van Taylor zelf, die 2% kiest als grove schatting van het neutrale renteniveau. Een mogelijk alternatief is om het gemiddelde rentetarief van de afgelopen tien jaren te nemen. Zodra de neutrale reële rente is bepaald, wordt de huidige stand van de inflatie erbij opgeteld om te komen tot een neutraal niveau voor de nominale rente. [...]

We zullen de bruikbaarheid van de regel van Taylor evalueren door het ‘voorgeschreven’ rentebeleid af te zetten tegen het werkelijke verloop van de officiële tarieven. Dit doen we voor vier grote landen, die hun monetaire beleid grotendeels op de binnenlandse ontwikkeling baseren, te weten de Verenigde Staten, Duitsland, Japan en het Verenigd Koninkrijk. De regel van Taylor is niet bruikbaar voor landen die een wisselkoersdoelstelling hanteren, zoals Nederland, omdat de regel van Taylor juist binnenlandse ontwikkelingen als determinanten van het beleid veronderstelt. [...]

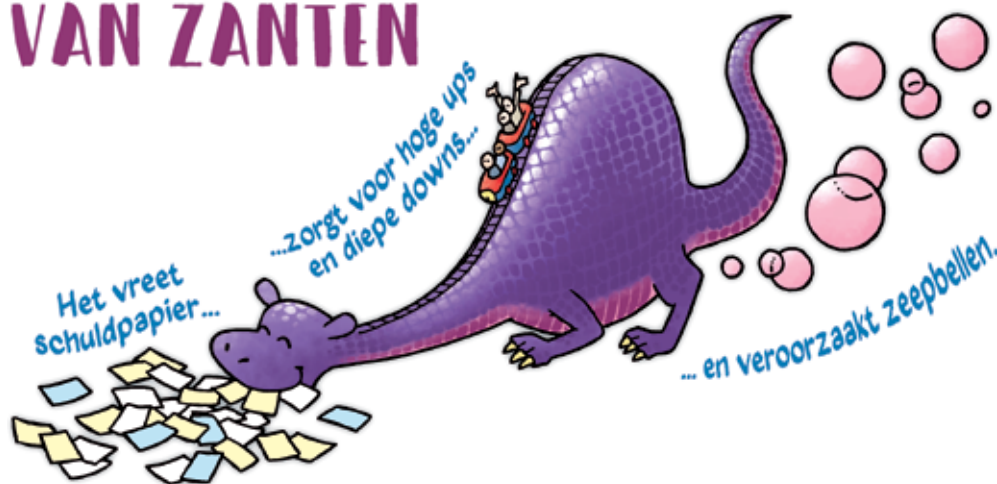


De regel van Taylor biedt, gelet op de eenvoud van de formule, een redelijke eerste benadering van de juiste stand van de officiële rente in een grote economie, waar de centrale bank zich richt op binnenlandse beleidsvariabelen. Een beleid dat wordt gestuurd door een voorschrift kan echter per definitie geen rekening houden met bijzondere omstandigheden. Bovendien varieert het relatieve belang van beleidsfactoren en het neutrale reële renteniveau per land en per periode. Dit heeft tot gevolg dat de regel van Taylor op dit moment niet realistische aanbevelingen doet voor het monetaire beleid. De regel van Taylor kan een nuttig hulpmiddel zijn om vast te stellen wanneer de rentetarieven ongebruikelijk hoog of laag zijn, maar is een te ruwe benadering om voorspellingen op korte termijn op te baseren.”

PAUL CAVELAARS

Cavelaars, P. A. D. (1997) De regel van Taylor. ESB, 82(4092), 116.

VAN ZANTEN



Roger Klaassen



De Europese Unie zoekt

“Er zijn weinig plekken waar je zo bezig bent met financiële instellingen”

Gert-Jan Koopman is plaatsvervangend directeur-generaal verantwoordelijk voor staatssteun op het directoraat-generaal (DG) Concurrentie (COMP) van de Europese Commissie (EC). Koopman gaat in op de veelzijdigheid van het werken bij de EC en waarom het de moeite waard is om deel te nemen aan de selectieprocedure (het concours) voor senior-economen bij de Europese Unie.

Koopman vertelt enthousiast over het werken bij de EC. “We zijn actief op heel veel terreinen. Denk aan de strenge voorwaarden die we opleggen aan banken die staatssteun ontvangen in veel landen, gezonde mededinging in de energiesector of maatregelen tegen ongeoorloofde fiscale steun voor grote IT-bedrijven. Als econoom ben je hier een kind in een snoepwinkel. Je moet heel hard nadenken over de economische werkelijkheid. De EC is voor economen een ideale werkplek om hun potentieel en vaardigheden te ontwikkelen. Je kunt ook gemakkelijk overstappen naar verschillende terreinen.”

“Het werk bij de EC heeft veel invloed op de economische markten”, benadrukt Koopman. “Mijn afdeling heeft bijvoorbeeld een buitengewone rol als mededingingsautoriteit. Onze beslissingen hebben dagelijks grote gevolgen en worden getoetst bij het Europese Hof.”

FLEXIBILITEIT

“Voor het werken bij de EC is flexibiliteit belangrijk”, stelt Koopman. “Medewerkers moeten oplossingsgericht zijn en heel hard kunnen werken. De uitdagingen en belangen zijn groot. Daarbij werk je samen met veel nationaliteiten.”

Dat levert wel wat op. “Je kunt een mooie carrière opbouwen bij de EC zelf. Ik werk hier al 25 jaar en heb bijzonder veel verschillende dingen



GERT-JAN KOOPMAN

Plaatsvervangend directeur-generaal bij het DG Concurrentie van de Europese Commissie

Opleiding: UvA

Loopbaan: UU (1986), CPB (1987), Europese Commissie (1991–)

gedaan. Zelfs als je op de lange termijn niet bij de EC blijft werken, geeft het veel inzicht in het functioneren van de EU en de interne markt.”

GOEDE SELECTIE

Senior-economen kunnen via het concours een vast dienstverband krijgen bij de EC. Koopman: “Het is een stevige, objectieve selectie. De commissie is klein met werk dat veel vraagt, dus een goede selectie is nodig.”

Het concours is voor financials en macro-economen (AD7-niveau). Koopman: “Financials hebben bij de EC toegang tot veel kennis van de financiële sector. Er zijn weinig andere plekken waar je zo kunt bezighouden met financiële instellingen. Het DG Financiële stabiliteit, financiële diensten en kapitaalmarkten (FISMA) is zeer aantrekkelijk voor financials en macro-economen. Dit coördineert het beleid van de EC voor de stabiliteit en regelgeving van de financiële markten. Verder kan je meewerken aan financiële instrumenten die we inzetten.”

Ook voor macro-economen zijn er veel interessante vraagstukken. “Naast het DG Concurrentie is er voor pure economen het DG Economische en financiële zaken (ECFIN). Dat is vergelijkbaar werk met het IMF of het Ministerie van Financiën. Wil je uit het academisch keurslijf stappen dan kan je terecht bij het DG Handel (TRADE). Daar krijg je te maken met internationale handelsverdragen. Het DG Interne markt, industrie, ondernemerschap en midden- en kleinbedrijf (GROW) is interessant omdat het bijvoorbeeld de economische groei stimuleert.”

Onze beslissingen hebben dagelijks grote gevolgen

Koopman vindt een flexibele instelling het allerbelangrijkst voor deelname aan het concours. “Het gaat erom dat je een geïnteresseerde, open geest hebt en werkelijke interesse hebt in het openbaar bestuur in Europa.”

werkenbijdeEU.nl

AAN DE SLAG

★ Ook als macro-econoom of financial aan de slag bij de EU? Schrijf je tot 19 december (12.00 uur) in voor het concours.

BEGELEIDING BIJ HET CONOURS

★ WerkenbijdeEU begeleidt, traint en geeft advies bij jouw sollicitatie.

economen met ambitie

“Ons onderzoek naar het functioneren van markten is regelmatig voorpaginanieuws”

In 2013 nam Annemiek Wilpshaar deel aan de selectieprocedure (het concours) voor senior-economen. Dat leidde tot een vaste baan bij de EC. Daar werkt ze als plaatsvervangend afdelingshoofd.

Annemiek Wilpshaar is adjunct-hoofd administratieve eenheid bij het directoraat-generaal (DG) Concurrentie (COMP). Deze afdeling van de EC houdt zich bezig met ICT-bedrijven en het voorkomen van nadelige gevolgen van fusies voor consumenten. “Het gaat dan vaak om grote transacties zoals grote IT-overnames. Onze unit bestaat uit 25 mensen. Je werkt samen met mensen met verschillende achtergronden, nationaliteiten en niveaus.

Wat ik echt speciaal vind aan mijn werk is de grote impact op het functioneren van markten. Onze onderzoeken zorgen regelmatig voor voorpaginanieuws. Het geeft voldoening dat het belangrijk is wat je doet. Daarnaast kan je documenten en data inzien van fuserende partijen en de concurrentie. Het is uniek voor een econoom om dergelijke informatie te kunnen analyseren.”

Het werk bij de EC ervaart Wilpshaar als erg afwisselend. “De ene dag lees en analyseer je documenten. Een andere dag ren je van een conference call naar een vergadering.” Daarnaast motiveert de ambitieuze cultuur haar. “Ik werk samen met intelligente mensen en vele nationaliteiten.”

CONCOURS

Wilpshaar nam in 2013 deel aan het concours voor senior-economen. “Ik werkte toen tijdelijk bij het DG Concurrentie en mijn contract liep af. Omdat ik daar graag wilde blijven in een vaste functie besloot ik mee te doen.”

Het concours is voor financials en macro-economen met minimaal zes jaar relevante werkervaring (AD7-niveau). Word je geselecteerd



ANNEMIEK WILPSHAAR

Adjunct-hoofd administratieve eenheid
bij het DG Concurrentie van de Europese
Commissie

Opleiding: UCU, LSE en BGSE

Loopbaan: Deutsche Bank (2004–2008),
Europese Commissie (2009–)

dan maak je kans op een vaste baan in een seniorfunctie bij de EC, het Europees Parlement of de Raad. Wilpshaar: “Op basis van een uitgebreid inschrijvingsformulier en mijn cv werd ik uitgekozen voor deelname aan de assesmentdag. Deze dag bestond uit een groepso opdracht, casestudie, intelligentietesten en twee sollicitatiegesprekken over mijn kennis en competenties.”

Een concours leidt tot een ranking van de deelnemers. “De deelnemers met de hoogste scores worden laureaat en komen op een lijst te staan. Vanuit die lijst kan een afdeling je vragen om te solliciteren of kan je zelf reageren op interessante vacatures.”

CARRIÈRE BIJ DE COMMISSIE

In de periode van het concours werkte Wilpshaar als tijdelijk kabinetslid bij commissaris Almunia voor Concurrentie. “Na het concours en een sollicitatieprocedure kreeg ik een vaste baan bij het DG Concurrentie.”

Je komt alleen in aanmerking voor een vaste functie bij de EC als je hebt deelgenomen aan een concours en laureaat bent. “Verreweg de meeste functies hier zijn vast”, vertelt Wilpshaar. “Uitgangspunt is dat je een carrière bij de EC gaat doorlopen, bijvoorbeeld in een managementfunctie zoals ik. Na anderhalf jaar in vaste dienst solliciteerde ik naar de positie als adjunct-hoofd.”

De ambitieuze cultuur bij de Europese Commissie motiveert

Op het DG Concurrentie werken relatief veel Nederlanders. “Op andere directoraten-generaal zijn ze minder vertegenwoordigd. Het zou daarom mooi zijn als meer Nederlanders zouden meedoen aan de concoursen.”

werkenbijdeEU.nl

CARRIÈREMOGELIJKHEDEN

- ★ Bezoek 22 november op het Ministerie van Financiën de bijeenkomst over carrièremogelijkheden bij de EU.

MEER INFORMATIE

- ★ Ga naar www.werkenbijdeEU.nl voor informatie over het senior-economenconours. Of mail naar info@werkenbijdeEU.nl.



Analyse van het regeerakkoord

Dit minithema belicht het regeerakkoord op vier belangrijke thema's. Wimar Bolhuis legt het regeerakkoord naast de beloftes in de verkiezingsprogramma's, Bas Jacobs bespreekt de belastinghervormingen, Bas ter Weel de arbeidsmarktplannen en Harmen Verbruggen de milieu- en klimaatagenda.

Nog meer economen lezen over Rutte III? Bas Jacobs heeft een toegift op [esb.nu/regeerakkoord](https://www.esb.nu/regeerakkoord) en www.TPEdigitaal.nl biedt dertien verdiepende analyses.

De verkiezingsbeloftes versus het regeerakkoord van Rutte III

Intuïtief wordt er vaak gedacht dat onderhandelaars ‘in het midden uitkomen’. Een regeerakkoord zou dan een directe vertaling zijn van de verkiezingsprogramma's van de formatiepartijen op basis van hun onderlinge verhoudingen. Maar is dat waar bij Rutte III?

WIMAR BOLHUIS
Promovendus aan de
Universiteit Leiden

Om deze vraag te beantwoorden, vergelijk ik de CPB-doorrekening van de verkiezingsprogramma's van de VVD, het CDA, D66 en de CU (gebundeld in *Keuzes in kaart* (*KiK*), zie Centraal Planbureau (2017a)) met de CPB-doorrekening van de financiële bijlage van het nieuwe regeerakkoord op de inkomsten en de uitgaven (CPB, 2017b). Het voordeel van deze aanpak is dat ik twee objectieve analyses van politieke plannen tegen elkaar afzet. Want aannames in verkiezingsprogramma's en regeerakkoorden kunnen rooskleurig zijn.

Hierbij zijn er kanttekeningen te plaatsen. Zo is de CPB-doorrekening van het regeerakkoord een budgettaire analyse op hoofdlijnen, waarbij afspraken over medisch-ethische onderwerpen, samenlevingsvraagstukken en niet-budgettaire wetgeving buiten beschouwing blijven. Ook gaat deze macro-analyse bijna niet in op onderliggende keuzes of koopkrachteffecten. Ten slotte is de doorrekening geen analyse van het regeerakkoord, maar van de financiële bijlage die de informateur op 29 september bij het CPB aanleverde. Het opvallendste verschil tussen de CPB-doorrekening en de financiële bijlage die Zalm op 10 oktober presenteerde is het structureel doortrekken van de bijna 2 miljard euro aan besparingen door een hoofdlijnenakkoord in de curatieve zorg, terwijl het CPB hier slechts 0,9 miljard in 2021 voor rekent (Regeerakkoord, 2017).

RUTTE III PAKT ALLE BUDGETTAIRE RUIMTE

In deze analyse is het ten eerste belangrijk om rekening te houden met het feit dat de financieel-economische vooruitzichten verbeterd zijn sinds de publicatie van *KiK* in februari 2017. Toentertijd kende het basisscenario in het eindjaar 2021 een EMU-saldo van 0,9 procent bbp en een houdbaarheidssaldo van 0,4 procent bbp (CPB, 2017a). Nu is de schatting van het EMU-saldo verbeterd naar 1,6 procent bbp en het houdbaarheidssaldo verslechterd naar 0,2 procent bbp (CPB, 2017b). De budgettaire uitgangspositie voor Rutte III is dus rooskleuriger dan tijdens de verkiezingen verwacht werd.

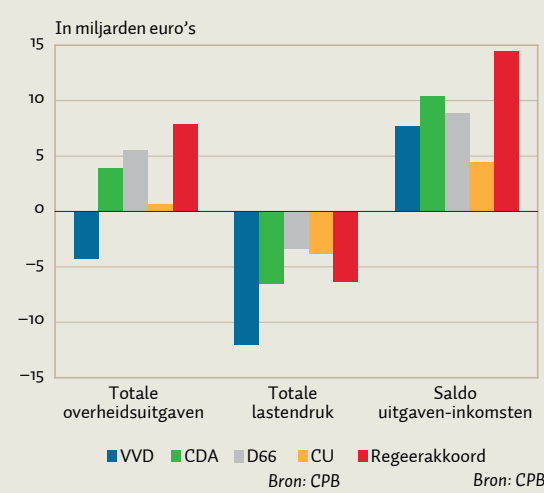
Figuur 1 laat zien hoe de coalitie budgettaire ruimte (ex ante) pakt ten opzichte van het nieuwe basisscenario. Het EMU-saldo verslechtert per saldo 14,5 miljard euro – ruim 4 miljard euro meer dan de meest ruime partij van de vier, het CDA, in *KiK* voorstelde. Figuur 2 illustreert dat het EMU-saldo door het pakket uitkomt op 0,5 procent bbp (ex post). Dit komt overeen met het CU-standpunt in *KiK*, terwijl de VVD (0,2 procent bbp), CDA (0,2 procent bbp) en D66 (0,0 procent bbp) kozen voor een verdere saldooverslechtering.

Door de verbeterde overheidsfinanciën op middellange termijn kiest de coalitie ervoor om wat betreft het EMU-saldo ‘aan de bovenkant’ van de politieke grenzen te gaan zitten. Voor het houdbaarheidssaldo geldt het tegenovergestelde. Volgens het CPB slaat door Rutte III het houdbaarheidsoverschot van 0,2 procent bbp om in een tekort van –0,4 procent bbp. Dit komt overeen met het CDA-standpunt in *KiK*. De andere partijen kozen expliciet niet kozen voor een houdbaarheidstekort. Door de tussentijdse verslechtering van het houdbaarheidssaldo kiest de coalitie ervoor om ‘aan de onderkant’ van de politieke grenzen te gaan zitten, waardoor er maximale budgettaire ruimte op lange termijn ontstaat.

EEN GROTERE, PROCYCLISCHE OVERHEID

Met deze keuzes gaat Rutte III lijnrecht in tegen het advies van de Studiegroep Begrotingsruimte, die een budgettaire

Mutatie in uitgaven, lasten en saldo **FIGUUR 1**



opgave van nul (geen netto-besparing en geen netto-intensivering) en een beperkt houdbaarheidsoverschot adviseerde (SBr, 2016). De regering voert door het verruimde saldo van inkomsten en uitgaven tot en met 2021 een procyclisch begrotingsbeleid, namelijk stimuleren tijdens hoogconjunctuur, aangezien de outputgap in 2018 sluit (CPB, 2017c).

Alle deelnemende partijen stelden echter verzuimingen voor in *KiK*. Figuur 1 laat zien dat op middellange termijn de totale overheidsuitgaven vergroot worden en de totale lastendruk verlicht. Rutte III kiest voor 7,9 miljard euro aan hogere uitgaven ten opzichte van het basisscenario. Dit is 2,4 miljard euro meer dan de meest ruime partij D66 voorstelde in *KiK*, en 12,2 miljard euro meer dan de VVD, die wilde bezuinigen op de overheidsuitgaven. De overheid wordt dus groter en groeit sterker dan men op basis van *KiK* kon verwachten. Deze totale lastenverlichting is daarentegen met 6,4 miljard euro gemiddeld. Er wordt minder lastenverlichting gegeven dan het CDA (6,5 miljard euro) en zeker de VVD (12,0 miljard euro) voorstelden.

GEBROKEN BELOFTES BIJ DE UITGAVEN

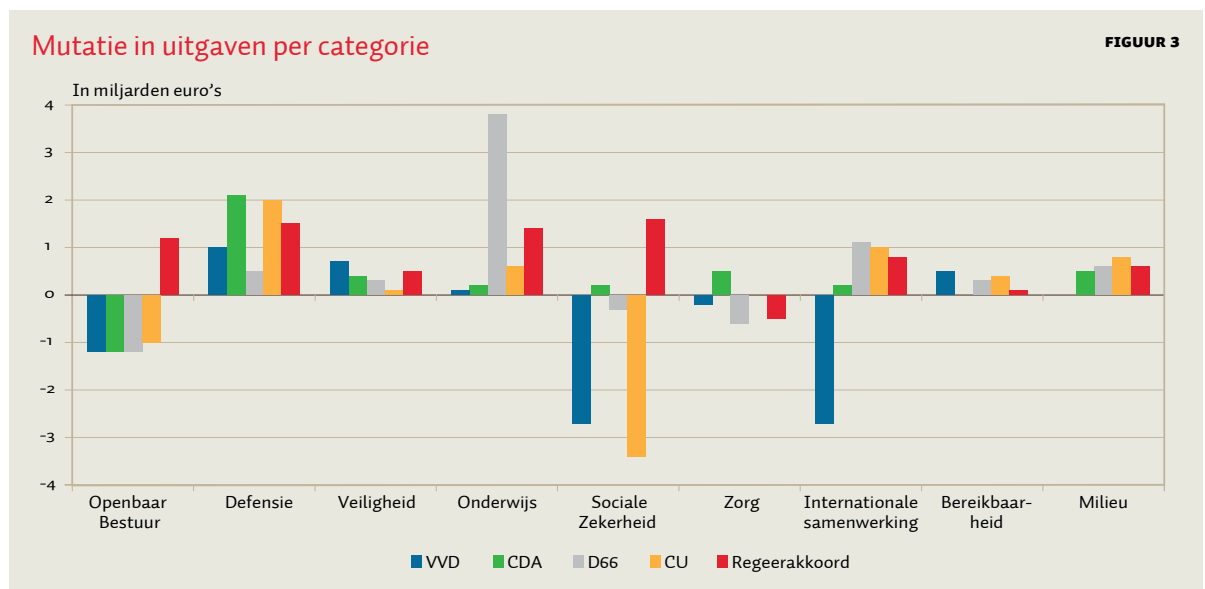
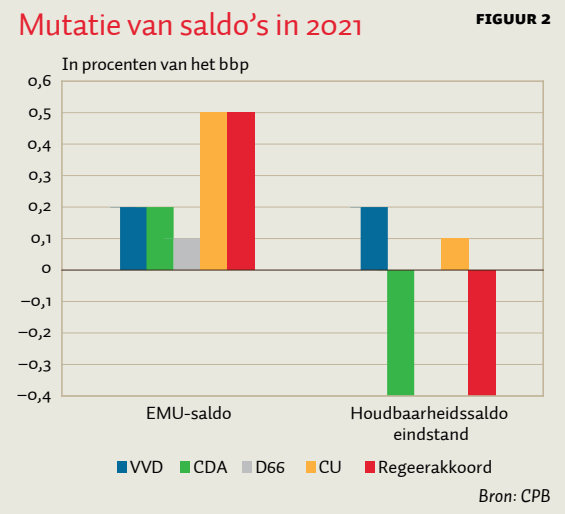
De uitbreiding van de totale uitgaven ziet men terug als men kijkt naar de uitgavencategorieën in figuur 3. Bijzonder zijn Openbaar Bestuur en Sociale Zekerheid: waar de formatiepartijen in *KiK* beloofden te bezuinigen, vergroot het regeerakkoord deze uitgaven juist. Hoewel alle partijen een ombuiging van minstens 1 miljard euro voorstelden door een apparaatskorting bij het Rijk, zbo's en lokale overheden, stijgen de uitgaven aan Openbaar Bestuur met 1,2 miljard euro, ironisch genoeg door extra geld voor Rijksdiensten, gemeenten en provincies beschikbaar te stellen. In betere tijden gaat men belofde bezuinigingen op ambtenaren blijkbaar toch uit de weg. Ook de uitgaven aan Sociale Zekerheid dalen niet – en, ondanks dat in *KiK* drie partijen wilden bezuinigen en één partij een beperkte uitgavenverhoging voorstelde, wordt er 1,6 miljard euro extra uitgegeven. De verklaring is dat de voor het CDA en de CU belangrijke kinderbijslag, het kindgebonden budget en de kinderopvangtoeslag onder deze post vallen (CPB, 2017b). In de financiële bijlage van het regeerakkoord wor-

den deze extra uitgaven dan ook onder het Inkomstenbelasting-pakket neergezet en stijgen de uitgaven aan Sociale zekerheid minimaal (Regeerakkoord, 2017).

Verder zijn de Zorguitgaven opmerkelijk, aangezien het de enige uitgavenpost is waarop Rutte III bezuinigt ten opzichte van het basisscenario – en wellicht iets meer dan verwacht, gelet op de vier doorgerekende programma's. Interessant is dan dat het gewenste ombuigingsbedrag voor de Zorg in het regeerakkoord nog groter is dan in de CPB-doorrekening van de financiële bijlage. Anderzijds verhoogde het demissionaire kabinet de uitgaven aan ouderenzorg met 2,1 miljard euro structureel, wat onderdeel is van het beleid van Rutte III (Kamerstukken, 2017). Opmerkelijk zijn verder nog Internationale Samenwerking, want daar lijken D66 en CU een goede slag te hebben geslagen, en ook Onderwijs, waar D66 een wat beperkte winst lijkt te hebben behaald.

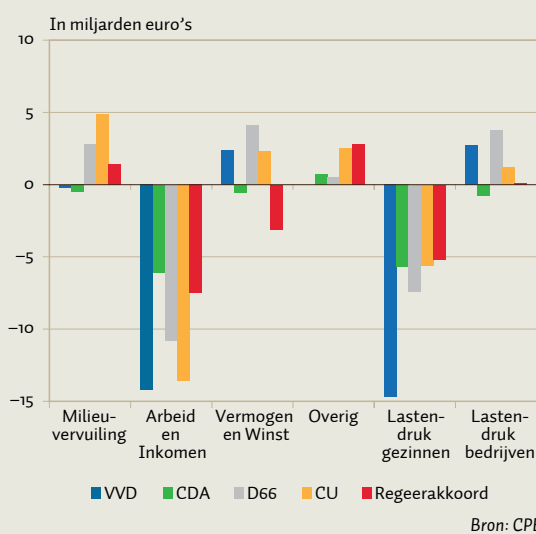
ANDERE VERDELING VAN LASTEN

Bij de inkomstencategorieën afgebeeld in figuur 4 vallen ook zaken op. Zo blijft de verlichting van de Lastendruk voor gezinnen achter bij de standpunten van de partijen in *KiK*. Rutte III kiest voor 5,2 miljard euro lastenverlichting,



Mutatie van lasten

FIGUUR 4



terwijl de minimale wens van de formerende partijen 5,6 miljard euro was (CU), en de maximale wens 14,7 miljard euro (VVD). Dit betekent niet dat de stijging van het netto besteedbaar inkomen van gezinnen achterblijft, aangezien de kinderopvangtoeslag, de kinderbijslag, het kindgebonden budget en de huurtoeslag onder Sociale zekerheid worden verhoogd – alleen tellen deze niet mee in de lasten (Stuut, 2013). Maar, in tegenstelling tot de uitgaven en de lastendruk op Vermogen en winst, is men bij deze lastenverlichting niet royaal geweest. Dit geldt ook voor de Lastendruk op arbeid en inkomen, hoewel de 7,5 miljard euro lastenverlichting meer is dan de 6,1 miljard euro beloofd door het CDA.

Ten tweede lijkt de lastenverlichting op Vermogen en winst van 3,1 miljard euro tegendraads met de beloftes tot lastenverzwaring van 2,3 tot 4,1 miljard euro door VVD, D66 en CU, en de lastenverlichting van 0,6 miljard euro

door CDA. Dit komt door de verlaging van het vpb-tarief, afschaffing van de dividendbelasting en de lagere belasting in box 3. In mindere mate ziet men dit ook op de post Overig, die indirecte belastingen als btw en accijnzen bevat. De lastenverhoging van 2,8 miljard is hoger dan het maximale voorstel van 2,5 miljard euro van de CU. Die afwijkende uitkomsten op Lastendruk gezinnen, Vermogen en winst, Overig, en Sociale zekerheid hangen inderdaad allemaal samen met het nieuwe belastingstelsel. In die onderhandeling zijn de partijen afgeweken van hun *KiK*-voorstellen. De lastenverhogingen op Milieuvuiling en voor Bedrijven sporen wel met *KiK*, al is de lastenverzwaring voor Bedrijven laag vergeleken met de voorstellen van D66 en VVD.

CONCLUSIES

Gezien vanuit de standpunten van VVD, CDA, D66 en CU in *KiK* is Rutte III zeker niet ‘in het midden uitgekomen’. Verklaringen hier zijn de verbeterde financiële vooruitzichten en asymmetrische onderhandelingsuitkomsten, maar vooral de dynamiek rond de besluitvorming over een nieuw belastingstelsel.

Politiek schiep men budgettaire ruimte door voor het EMU-saldo en houdbaarheidssaldo de ruimere programma's van CU en CDA te volgen. Deze zoektocht is geen verrassing. De politieke economie leert dat regeringen met meer partijen sneller het tekort laten lopen, en dat politici vooral in laagconjunctuur scherp zijn op de overheidsfinanciën (Alesina en Tabellini, 1990; Ballasone en Giordano, 2001; Alesina et al., 2006). Ook na deze formatieronde dichtbij een hoogconjunctuur blijkt de uitkomst: sterker oplopende uitgaven, een gemiddelde lastenverlichting en een procyclisch begrotingsbeleid. Dat uitgaven sterker oplopen dan dat lasten dalen, correspondeert ook met onderzoek naar coalitie-regeringen (Blais et al., 2010; Howit en Wintrobe, 1995). Procyclisch begrotingsbeleid is in Nederland nagenoeg de regel (Afman en Deroose, 2016; Homan en Suyker, 2015).

LITERATUUR

- Afman, E. en Deroose, S. (2016) De Raad van State als begrotingsraad: effectiviteit en uitdagingen. *ESB*, 101(4744), 750–753.
- Alesina, A., S. Ardagna en F. Trebbi (2006) Who adjusts and when? The political economy of reforms. *IMF Staff Paper*, 53 (special issue), 1–29.
- Alesina, A. en G. Tabellini (1990) A positive theory of fiscal deficits and government debt. *The Review of Economic Studies*, 57(3), 403–414.
- Ballasone, F. en R. Giordano (2001) Budget deficits and coalition governments. *Public Choice*, 106(3/4), 327–349.
- Blais, A., J. Kim en M. Foucault (2010) Public spending,

- public deficits, and government coalitions. *Political Studies*, 58(5), 829–846.
- Centraal Planbureau (2017a) *Keuzes in kaart; een analyse van elf verkiezingsprogramma's*. Den Haag: Centraal Planbureau.
- Centraal Planbureau (2017b) *Analyse economische en budgettaire effecten van de financiële bijlage van het Regeerakkoord*. CPB Notitie, 4 oktober 2017.
- Centraal Planbureau (2017c) *Actualisatie Middellangtermijnverkenning (MLT) 2018–2021*. CPB Notitie, 16 augustus 2017.
- Homan, E. en W. Suyker (2015) *Hoe anticyclisch is het Nederlandse discretionaire begrotingsbeleid?* CPB Achtergronddocument, 15 september 2015.

- Howitt, P. en R. Wintrobe (1995) The political economy of inaction. *Journal of Public Economics*, 56(3), 329–353.
- Kamerstukken (2017) *Voortgang Kwaliteitskader verpleeghuiszorg*. Kamerbrief van de Staatssecretaris van Volksgezondheid, Welzijn en Sport, 31 mei 2017.
- Regeerakkoord (2017) *Vertrouwen in de toekomst. Regeerakkoord 2017–2021 van VVD, CDA, D66 en ChristenUnie*, 10 oktober 2017.
- Studiegroep Begrotingsruimte (2016) *Van saldostrating naar stabilisatie*. Vijftiende rapport Studiegroep Begrotingsruimte.
- Stuut, K. (2014) *De beleidsmatige lastenontwikkeling in Nederland 1998–2013*. CPB Achtergronddocument, 19 maart 2014.

In het kort

- ▶ Rutte III geeft meer uit dan VVD, CDA, D66 en CU in de verkiezingsprogramma's beloofden.
- ▶ Rutte III verlaagt de lasten op arbeid minder, en die op vermogen en winst méér dan beloofd.
- ▶ Het beleid is procyclisch en past hiermee in een historische trend.

Belastingplannen Rutte III: gemiste kansen

Rutte III voert enkele verstandige en vele onverstandige belastingmaatregelen door. De maatregelen voor de belastingheffing op arbeidsinkomen verbeteren de afruil tussen rechtvaardigheid en doelmatigheid niet. De belastingheffing op kapitaalinkomen en vennootschappen wordt zowel ondoelmatiger als onrechtvaardiger.

BAS JACOBS

Hoogleraar aan de
Erasmus Universiteit
Rotterdam

Dit stuk bespreekt kritisch de maatregelen van kabinet Rutte III voor de belastingen op arbeid, kapitaal, vennootschappen en de indirecte belastingen. Alle cijfers komen uit CPB (2017a), tenzij anders aangegeven.

BELASTINGEN OP ARBEIDSINKOMEN

Rutte III pronkt met 6,4 miljard lastenverlichting gedurende de regeerperiode. Het grootste deel van die lastenverlaging in de inkomstenbelasting komt door de invoering van één tarief van 37 procent in de huidige eerste drie schijven en een toptarief van 49,5 procent in de hoogste schijf. Gezien de forse lastenverlichting is het verbazingwekkend dat de structurele werkgelegenheid helemaal niet toeneemt. De reden is tweeledig.

Fiscale truc

Allereerst haalt Rutte III een fiscale truc uit. In 2013 was al besloten om de maximale hypotheekrenteaftrek tot aan 2042 jaarlijks met 0,5 procent af te bouwen en de opbrengst daarvan terug te geven in de vorm van lagere belastingtarieven in box 1 (CPB, 2017b). Hierdoor dalen de belastingtarieven van 2021 tot 2042 en worden daarna constant. De doorgetrokken lijn in figuur 1a geeft het basispad van de CPB-doorrekening. De daling van de belastingtarieven wordt door Rutte III naar voren gehaald en versneld ingevoerd. Vanaf 2019 worden de lasten verlicht door invoering van de twee nieuwe schijven. Zie de stippellijn in figuur 1a. Het gevolg is dat het eindbeeld van de belastingtarieven al in 2021 wordt bereikt en niet pas in 2042. De CPB-doorrekening rapporteert alleen de afwijking van het basispad. Figuur 1b geeft het verschil in de belastingtarieven tussen het basispad en het regeerakkoord door de extra lastenverlichting. Daarin lijkt het alsof de belastingtarieven eerst omlaaggaan en dan weer omhoog. Maar dat is

alleen ten opzichte van het basispad. In figuur 1a zien we dat de belastingen versneld omlaaggaan en laag blijven.

Door deze truc weet de regering op korte termijn een lastenverlaging te organiseren van 5,9 miljard euro in 2021, maar die structureel slechts 0,6 miljard euro kost. De lastenverlaging is 'tijdelijk' (tot aan 2042). Maar op lange termijn verandert er weinig. De belastingtarieven in het regeerakkoord zijn vrijwel gelijk aan die in het basispad van de doorrekening. De tariefverlaging zorgt daarom nauwelijks voor een structureel hogere werkgelegenheid. De werkgelegenheidseffecten die het CPB rapporteert zijn immers gebaseerd op de structurele lasten op (zeer) lange termijn en die veranderen nauwelijks.

Afruil tussen doelmatigheid en rechtvaardigheid

De tweede reden dat de werkgelegenheid niet structureel toeneemt, is dat Rutte III voortdurend oploopt tegen de afruil tussen doelmatigheid en rechtvaardigheid. De structurele werkgelegenheid kan niet toenemen als er nauwelijks maatregelen worden genomen die het belastingstelsel doelmatiger maken en als de inkomensverhoudingen nauwelijks (mogen) veranderen.

De invoering van het tweeschijvenstelsel heeft nul effect op de werkgelegenheid. De lagere tarieven leiden tot zowel meer arbeidsaanbod als meer inkomensongelijkheid. De inkomensgroepen in de hoogste schijf profiteren immers ook van het vlakke tarief in de onderste drie schijven. Maar de toename van de ongelijkheid strijkt men vervolgens vlak door de hoogste schijf bij een veel lager inkomen te laten beginnen. Het begin van de topschijf wordt bevroren gedurende 2018–2021. Daarnaast gaat de verlenging van de nieuwe eerste schijf met gemiddeld 900 euro per jaar na 2021 niet meer door. Het gevolg is dat veel meer mensen in het hoogste belastingtarief belanden, 1,9 miljard euro meer belasting gaan betalen en daarom hun arbeidsaanbod terugschroeven. Dit voorbeeld toont aan dat de 'vlaktaks' een ondoelmatig herverdelingsinstrument is: de inkomensverhoudingen kunnen met een vlaktaks alleen gelijk blijven als de marginale tarieven uiteindelijk hoger worden.

Ook voor de hogere algemene heffingskorting geldt: no pain, no gain. Enerzijds nemen de inkomensverschillen af. Maar om dit te financieren zijn gemiddeld hogere belastingtarieven nodig, waardoor de prikkels om te werken

wederom afnemen. Bovendien zorgt een hogere heffingskorting ook voor inkomenseffecten die het arbeidsaanbod verder doen afnemen.

Meer geld naar gezinnen remt participatie

De verschillen tussen een- en tweeverdieners nemen toe door de hogere kinderopvangtoeslag en de geringere overdraagbaarheid van de heffingskorting en arbeidskorting. Daardoor wordt het meer lonend voor de tweede verdienster om (meer) te gaan werken. Tegelijkertijd zorgen de hogere kinderbijslag en kindgebonden budget, maar ook de invoering van het partnerverlof ervoor dat die verschillen weer kleiner worden. Het gevolg is dat de prikkels voor de tweede verdienster om (meer) te gaan werken netto kleiner worden onder Rutte III.

Optimale marginale tarieven hebben U-vorm

Het lukt Rutte III niet om meer structurele werkgelegenheid te creëren omdat de dieperliggende ondoelmatigheid van de Nederlandse tariefstructuur niet wordt opgeheven. Volgens de optimale-belastingtheorie moeten optimale effectieve marginale tarieven (die worden bepaald door de tariefschijven, maar ook door alle inkomensafhankelijke regelingen zoals heffingskortingen, toeslagen en aftrekposten) een U-vorm hebben in het inkomen. Dit resultaat is onafhankelijk van politieke voorkeuren, zolang de maatschappelijke waardering van een euro daalt naarmate mensen een hoger inkomen hebben. De marginale tarieven beginnen zeer hoog aan de onderkant, dalen tot aan modaal en lopen daarna weer iets op, ook in Nederland (Mirrlees, 1971; Diamond, 1998; Saez, 2001; Zoutman et al., 2013).

De hoofdreden – maar niet de enige – voor de U-vorm is dat de economische verstoringen van de effectieve marginale tarieven worden bepaald door de vorm van de inkomensverdeling. Daar waar de meeste mensen zitten en het grootste deel van het inkomen wordt verdiend, in de middengroepen, zijn de belastingverstoringen het grootst en moet het tarief dus het laagst zijn. Een optimaal stelsel is daarom geen vlaktaak, want dat leidt tot relatief te hoge tarieven op de middengroepen.

De Nederlandse tariefstructuur kent echter geen goede U-vorm (Zoutman et al., 2013; CPB, 2015). Het gemiddelde effectieve marginale tarief begint relatief laag aan de onderkant en loopt vervolgens geleidelijk op met het inkomen. Het Nederlandse belastingstelsel is daarom ondoelmatig: inkomen wordt niet herverdeeld tegen de laagste maatschappelijke kosten.

Arbeidskorting en lager toptarief verhogen welvaart

Rutte III voert twee maatregelen door die de doelmatigheid en rechtvaardigheid van het belastingstelsel vergroten. Ten eerste richt Rutte III de arbeidskorting meer op de lage inkomens, en bouwt deze sneller af met het inkomen. De overheid herverdeelt daardoor meer inkomen van werknemers met een hoog inkomen naar werknemers met een laag inkomen, terwijl de werkgelegenheid toch licht stijgt, zie ook Jongen et al. (2015). Deze winst gaat echter verloren in het grotere geheel door eerder genoemde maatregelen die de doelmatigheid weer verkleinen.

Het is ook niet onverstandig dat het toptarief wordt verlaagd van 52 naar 49,5 procent. Het huidige toptarief is met 52

procent net te hoog om de belastingopbrengst in de topschijf te maximaliseren. Het opbrengstmaximaliserende toptarief ligt rond de vijftig procent (Jacobs et al., 2013). De tariefsverlaging verdient zichzelf terug door sterkere prikkels om inkomen te verwerven en geringere prikkels om belasting te ontwijken en te ontduiken. Doordat de belastingopbrengst op peil blijft, neemt de rechtvaardigheid niet af, terwijl tegelijkertijd de economische verstoringen van het toptarief wel dalen.

Middengroepen politiek doorslaggevend

Als Rutte III de inkomstenbelasting echt doelmatiger had willen maken, dan had het de lastendruk veel meer moeten verschuiven van de werknemers met een laag inkomen naar de middengroepen. Tenminste, zolang de maatschappelijke waardering van inkomen daalt in het inkomen. Dat Rutte III het belastingstelsel niet doelmatiger maakt, betekent impliciet dat het een veel groter gewicht blijft toekennen aan de middengroepen dan aan de lage inkomens (Jacobs et al., 2017). Dat is vervelend voor de lage-inkomensgroepen, maar politiek begrijpelijk. De middengroepen zijn politiek doorslaggevend. De politieke wens om aan de middengroepen (nog meer) tegemoet te komen is daarom de fundamentele politieke oorzaak van het Nederlandse onvermogen om het belastingstelsel daadwerkelijk doelmatiger te maken.

Geen vereenvoudiging

De belastingen worden helaas ook niet vereenvoudigd. De toeslagen, inkomensafhankelijke regelingen en aftrekposten blijven allemaal bestaan. Het zou mooier zijn geweest als Rutte III had geprobeerd om de toeslagen te bundelen in één huishoudenstoelag op basis van eigen inkomen, partnerinkomen, vermogen en huishoudsamenstelling (alleenstaand/samenwonend, kinderen/kinderloos).

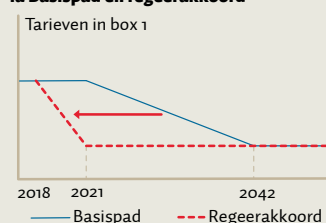
BELASTINGEN OP VERMOGENSINKOMSTEN

Rutte III verlicht de lasten op vermogen en vermogensinkomsten via een heel scala aan maatregelen. Tabel 1 geeft een overzicht. De lasten op kapitaal worden structureel anderhalf miljard lager. Het huidige belastingstelsel op vermogensinkomsten is ondoelmatig om een aantal redenen (Jacobs, 2017a). Nederland heeft de laagste effectieve belastingdruk op kapitaal van de hele EU, vooral vanwege de fiscale behandeling van het eigen huis en het pensioen. De belastingdruk op vermogen is te laag ten opzichte van die op arbeid. Bovendien is het fiscale regime op sparen, beleggen, eigen huis, onderneming en pensioen economisch inconsistent en verstoringend voor de allocatie van kapitaal en risico in de Nederlandse economie. Door de lage heffingen op kapitaalinkomen

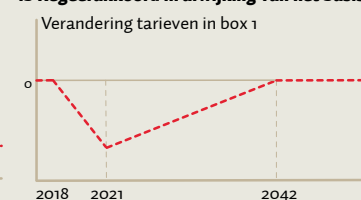
Belastingtarieven

FIGUUR 1

1a Basispad en regeerakkoord



1b Regeerakkoord in afwijking van het basispad



en vermogen herverdeelt de overheid wederom niet op de economisch meest doelmatige wijze (Jacobs, 2017a).

De belastingdruk op kapitaalinkomen gaat omlaag door lagere tarieven en grotere vrijstellingen in box 3, een lager eigenwoningforfait, (tijdelijke) belastingvoordelen bij afschaffing van de doorsneepremies in de pensioenopbouw, een lagere vennootschapsbelasting (vpb), en een ondoordachte verlaging van de dividendbelasting voor buitenlandse aandeelhouders. Het aandeel van heffingen op kapitaal in de belastingmix blijft onverminderd laag.

Hypotheek blijft te aantrekkelijk

De financieringsverstoringen bij het eigen huis nemen nauwelijks af, ook al daalt het maximale aftrektarief van de hypotheekrenteafrek wat sneller. Aflossing van de hypotheek is namelijk alleen voordelig wanneer het belastingvoordeel van de renteafrek (tarief maal hypotheekrente) kleiner is dan de effectieve vermogensbelasting in box 3 (tarief maal fictief rendement). Het maximale aftrektarief bij de hypotheekrente was op lange termijn al 38 procent, dat wordt nu 37 procent op veel kortere termijn. Tegelijkertijd dalen de gemiddelde tarieven in box 3 iets. Het is voor de meeste huishoudens nog altijd niet fiscaal aantrekkelijk om hypotheek af te lossen (Jacobs, 2017b). Alleen als het eigen huis naar box 3 zou worden overgeheveld zou het niet langer meer uitmaken of het eigen huis met schuld of eigen geld is gefinancierd. Die kans wordt wederom niet benut.

Geleidelijke defiscalisering eigen huis

Rutte III verlaagt verder het eigenwoningforfait van 0,75 procent naar 0,60 procent met de opbrengst van de versnelde afbouw van het maximale tarief van hypotheekrenteafrek. Dat is onverstandig. De totale fiscale subsidie op het eigen huis wordt niet kleiner. Door de simultane verlaging van het eigenwoningforfait en de renteafrek is Rutte III bezig het eigen huis te 'defiscaliseren'. Door van het eigen huis nóg meer een fiscaal bevoordeelde spaarvorm te maken, lokt het kabinet arbitrage uit met box 3. Ook stelt het huishoudens nog meer bloot aan risico's op de woningmarkt. Afschaffing van de 'wet-Hillen' is om exact deze redenen wel een goede maatregel; het vermogen in het eigen huis wordt weer belast.

Geen vermogenswinstbelasting

Rutte III heeft aangekondigd om te studeren op een vermogenswinstbelasting, maar voert die vooralsnog niet in. Het blijft van de gekke dat we in Nederland werkelijke vermogensinkomsten niet belasten, zoals dat in vrijwel alle landen gangbaar is (Jacobs, 2015). Een belasting op rente, dividend en vermogensaanwas/winst is doelmatiger dan een vermogensbelasting, omdat de overheid ook de risicopremie belast en daarmee deelt in pech en geluk van beleggers. Bovendien is een vermogenswinstbelasting minder procyclisch dan een vermogensbelasting, want de gemiddelde belastingdruk over het kapitaalinkomen stijgt niet in laagconjunctuur en daalt niet in hoogconjunctuur. Een vermogenswinst/aanwasbelasting is ook rechtvaardiger dan een vermogensbelasting. Daar waar het gemiddelde belastingtarief over het werkelijk genoten kapitaalinkomen constant is bij een vlakke vermogenswinstbelasting, is het gemiddelde tarief formidabel degressief onder een vermogensbelasting (Jacobs, 2015; 2017a).

Directeuren-grotaandeelhouders

De fiscaal geprivilegieerde positie van directeuren-grotaandeelhouders (dga's) blijft onaangetast onder Rutte III. Enerzijds wordt het tarief in box 2 in stappen verhoogd van 25 procent nu naar 28,5 procent vanaf 2021. Anderzijds wordt dit volledig gecompenseerd door verlagingen van het vpb-tarief. De gecombineerde belastingdruk van vpb en box 2 blijft structureel gelijk op 44 procent. Er wordt niets gedaan aan het veel te lage 'gebruikelijke loon' dat wordt toegerekend aan directeuren-grotaandeelhouders en vervolgens wordt belast in box 1. Dat had kunnen worden vervangen door een 'gebruikelijk kapitaalinkomen' – bijvoorbeeld van tien procent van het ondernemingsvermogen – om te zorgen dat de werkelijke arbeidsinkomens van dga's progressief worden belast in box 1.

Vennootschapsbelasting

Rutte III voert een heel pakket aan maatregelen door bij de vpb. Het is goed dat schuldfinanciering in de vpb minder aantrekkelijk wordt gemaakt. Minder rente kan worden afgetrokken doordat er niet meer dan dertig procent van de winst voor rente, afschrijvingen, belastingen en amortisatie (EBITDA) mag worden afgetrokken. Ook wordt er een minimum-kapitaalregel (thin-cap rule) opgelegd aan banken en verzekeraars. Minder financieringsverstoringen geven een doelmatigheids-

Lastenverlichting vermogen en vermogensinkomsten TABEL 1

| In miljoenen euro, minteken is een lastenverzwaring | 2021 | structureel |
|---|-------------|-------------|
| Eigen huis | | |
| Lager eigenwoningforfait (ewf) | 400 | 900 |
| Afschaffing wet Hillen | -100 | -1100 |
| Snellere beperking hypotheekrenteafrek (hra) ¹ | -400 | 0 |
| Pensioen | | |
| Fiscale ondersteuning afbouw doorsneesystematiek ² | 170 | 0 |
| Vpb | | |
| Tarieven omlaag | 3300 | 3300 |
| Minder renteafrek | -1300 | -1300 |
| Minimum-kapitaalregel | -300 | -300 |
| Geen hogere 2e schijf | -300 | -300 |
| Vermindering afschrijving gebouwen | -200 | -200 |
| Hoger tarief innovatiebox | -100 | -100 |
| Minder verliesverrekening ³ | ? | -900 |
| Box 2 | | |
| Hoger tarief ⁴ | 500 | -400 |
| Box 3 | | |
| Hogere vrijstelling en ander tarief | 200 | 200 |
| Overig | | |
| Dividendbelasting buitenlandse aandeelhouders | 1400 | 1400 |
| Lagere verhuurdersheffing | 100 | 100 |
| Totaal lastenverlichting | 3370 | 1300 |

¹ Aangenomen is dat de kosten van de beperking van de hra gelijk zijn aan de verlaging van het ewf tot 2021 ² Aangenomen is dat het netto fiscale voordeel gelijk is aan 17 procent van de premieafrek vanwege het tariefverschil bij premieafrek en pensioenuitkering (CPB, 2010) ³ Niet duidelijk in regeerakkoord en CPB-doorrekening wat de maatregel kost op korte termijn ⁴ Door anticipatie-effecten leidt de verandering in tarieven tot een opbrengstverhoging in 2021

Bronnen: CPB (2017a)

winst. Door geringere prikkels voor balansverlenging neemt ook de financiële stabiliteit van de Nederlandse economie toe.

Hervormingen vpb remmen investeringen

Het vpb-stelsel wordt op de verkeerde manier hervormd, zoals al gevreesd in Jacobs (2017a). De vpb-tarieven gaan omlaag van 25/20 naar 21/16 procent in de hoogste/laagste schijf. Hiermee is 3,3 miljard euro gemoeid. De tariefsverlaging wordt vrijwel geheel gefinancierd door het schrappen van aftrekposten in de vpb: de renteaftrekbeperking (1,3 miljard), de minimum-kapitaalregel (0,3 miljard), een kortere eerste schijf (0,3 miljard), minder afschrijvingsmogelijkheden voor gebouwen (0,2 miljard), een hoger tarief in de innovatiebox (0,1 miljard) en het begrenzen van de verliesverrekening tot maximaal zes jaar (0,9 miljard). Netto resulteert een kleine lastenverlichting van 0,2 miljard euro. Bij een vrijwel budgetneutrale tariefverlaging in de vpb, daalt het belastingtarief over de bedrijfswinsten minder snel dan het belastingtarief over de aftrekbare (investerings)kosten. Daardoor stijgen de netto-kapitaalkosten en nemen de bedrijfsinvesteringen af. De vpb wordt daardoor dus ondoelmatiger.

Het ware beter geweest om een aftrek in te voeren voor het eigen vermogen, zoals het IMF al jaren bepleit (zie bijvoorbeeld IMF, 2016). Ook dan wordt de fiscale behandeling van vreemd vermogen gelijkgetrokken met die van eigen vermogen. Excessieve schuldfinanciering wordt voorkomen, maar zonder dat de investeringen worden verstoord door de vpb.

Agressieve belastingconcurrentie

De afschaffing van de dividendbelasting op buitenlandse aandeelhouders kent geen goede economische onderbouwing. De maatregel kan ertoe leiden dat Nederland een nog groter fiscaal doorvoerland wordt dan het al is. De internationale race naar de bodem in de winstbelasting wordt door Nederland agressief aangejaagd met lagere tarieven. Dat leidt tot meer internationale winstverschuiving en grondslagerosie. Rutte III vindt het aantrekken van meer brievenbusfirma's en hoofdkantoren kennelijk belangrijker dan dat er in Nederland meer wordt geïnvesteerd door bedrijven.

INDIRECTE BELASTINGEN

Het is verstandig dat Rutte III de tariefverschillen in de btw verkleint door het lage tarief te verhogen van zes naar negen procent. Daarmee stuurt de fiscus minder het consumptiegedrag van huishoudens en wordt een zeer beperkte welvaartswinst in de goederenmarkt gerealiseerd. De inkomenseffecten kunnen worden gerepareerd met aanpassingen van de inkomstenbelasting en toeslagen aangezien alle huishoudens ongeveer een vijfde van hun bestedingen doen onder het lage btw-tarief (Bettendorf en Cnossen, 2014; Jacobs, 2015). Het is een politieke vraag of dit afdoende is gebeurd in de regeringsplannen.

CONCLUSIE

Na de vijf miljard lastenverlichting zonder belastinghervorming in 2016 is het laakbaar dat het kabinet-Rutte III nu alweer 6,4 miljard euro aan publiek geld uitdeelt zonder een fundamentele belastinghervorming door te voeren. Het regent gemiste kansen. Rutte III drukt tegelijkertijd op alle knoppen in het belastingstelsel die er maar te vinden zijn: alle tarieven, alle schijven, alle heffingskortingen en alle toeslagen gaan veranderen. Het regeerakkoord verraadt daarmee zowel een gebrek aan visie als fundamentele verschillen van inzicht tussen de coalitiepartijen die moesten worden afgekocht. Het gevolg is dat alle belastingmaatregelen in de inkomensheffing tegen elkaar in werken. Doelmatigheid noch rechtvaardigheid van de belasting op arbeidsinkomen neemt toe. De inconsistenties en economische verstoringen in het fiscale regime voor kapitaalinkomen en de vennootschapsbelasting worden onnodig vergroot terwijl de rechtvaardigheid van de heffingen op kapitaalinkomens en vennootschappen verder wordt uitgehouden.

LITERATUUR

- Bettendorf, L. en S. Cnossen (2014) *Bouwstenen voor een moderne btw*. CPB Policy Brief, 2014/02.
- CPB (2010) *Vergrijzing verdeeld; toekomst van de Nederlandse overheidsfinanciën*. CPB Bijzondere publicatie 86, 1 juni 2010.
- CPB (2015) *Marginale druk en participatie-belasting per huishoudtype in 2015*. CPB Achtergrond-document, 26 april 2015.
- CPB (2017a) *Analyse economische en budgettaire effecten van de financiële bijlage van het Regeerakkoord*. CPB Notitie, 4 oktober 2017.
- CPB (2017b) *Middellangetermijnverkenning 2018–2021*. CPB Boek, 21.
- Diamond, P.A. (1998) Optimal income taxation: an example with a U-shaped pattern of optimal marginal tax rates. *The American Economic Review*, 88(1), 83–95.
- IMF (2016) *Tax policy, leverage and macroeconomic stability*. IMF Policy Paper, 16/151.
- Jacobs, B. (2015) *De prijs van gelijkheid*. Amsterdam: Bert Bakker-Prometheus.
- Jacobs, B. (2017a) Fundamentele herziening van belastingen op kapitaalinkomen. ESB, 102(4753), 416–419.
- Jacobs, B. (2017b) *Gaan mensen hun hypotheek aflossen onder Rutte III?* ESB Blog, www.esb.nu.
- Jacobs, B., E. Jongen en F. Zoutman (2013) *Over de top*. CPB Policy Brief, 2013/04.
- Jacobs, B., E. Jongen en F. Zoutman (2017) Revealed social preferences of Dutch political parties. *Journal of Public Economics*, te verschijnen.
- Jongen, E., H.-W. de Boer en P. Dekker (2015) *De effectiviteit van fiscaal participatiebeleid*. CPB Policy Brief, 2015/02.
- Mirrlees, J.A. (1971) An exploration in the theory of optimum income taxation. *The Review of Economic Studies*, 38(2), 175–208.
- Regeerakkoord (2017) *Vertrouwen in de toekomst*. Regeerakkoord 2017–2021 van VVD, CDA, D66 en ChristenUnie, 10 oktober 2017.
- Saez, E. (2001) Using elasticities to derive optimal income tax rates. *The Review of Economic Studies*, 68(1), 205–229.
- Zoutman, F., B. Jacobs en E. Jongen (2013) *Optimal redistributive taxes and redistributive preferences in the Netherlands*. Erasmus Universiteit Rotterdam/CPB. Document te vinden op personal.eur.nl/bjacobs/OTP.pdf.

In het kort

- ▶ Het Nederlandse belastingstelsel wordt niet doelmatiger.
- ▶ De structurele werkgelegenheid neemt niet toe.
- ▶ Er worden veel kansen voor welvaartsverschuiving gemist.

Verfijnen en moderniseren van de arbeidsmarkt

Het arbeidsmarktbeleid van Rutte III vraagt om meer bescherming voor kwetsbare groepen, meer zekerheden voor de gemiddelde werknemer en een stevigere verankering van duurzame inzetbaarheid. Het is de vraag of de arbeidsmarkt efficiënter wordt van de voorgestelde maatregelen en of het uiteindelijk meer zal lonen om aan het werk te gaan, zoals de partijen willen.

BAS TER WEEL
Directeur SEO
Economisch Onderzoek en hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

De arbeidsmarktplannen van Rutte III beginnen onder een goed gesternte, want de economie heeft de wind in de rug. De arbeidsmarktparagraaf begint dan ook met de oproep om werkenden te laten delen in de economische voorspoed. De jaarlijkse economische groei bevindt zich met 2 procent boven de langjarige prognoses van 1,7 procent, en de werkloosheid neemt in rap tempo af tot rond de 4 procent. Op basis van de groeicijfers en de dalende werkloosheid ontstaat er vanzelf ruimte voor loonstijgingen en modernisering van de arbeidsvoorwaarden.

Het is verstandig om de economische voorspoed te gebruiken om onderhoud te plegen aan de arbeidsmarkt en niet alleen om de gemiddelde lonen te laten stijgen – en dan vervolgens achterover te leunen. Het regeerakkoord zet drie stappen in de goede richting.

STAPPEN IN DE GOEDE RICHTING

De eerste stap is dat de mensen die zich aan de onderkant van de arbeidsmarkt bevinden, beter beschermd worden en dat de gaten in wet- en regelgeving die leiden tot ongewenste concurrentie op arbeidsvoorwaarden worden gedicht. Het is zaak om een balans te vinden tussen de behoefte aan flexibiliteit in de markt en de behoefte aan bescherming van bepaalde groepen op de arbeidsmarkt. Een kritische blik op

de duur en aard van arbeidsrelaties aan de onderkant van de markt en minimumtarieven voor zzp'ers leggen een bodem in de markt die vanuit maatschappelijk oogpunt gewenst is. Op deze manier wordt bijvoorbeeld schijnzelfstandigheid aangepakt en ontstaat er een scherper onderscheid tussen zelfstandige ondernemers die willen werken op opdrachtbasis en werknemers die een voorkeur hebben voor zekerheid en bescherming. Een tweede maatregel is loondispensatie voor kwetsbare groepen die op de reguliere arbeidsmarkt moeilijk aan een baan komen vanwege hun geringe verdien capaciteit. Een derde maatregel is dat tijdelijke contracten dienen voor tijdelijk werk. Werkgevers en werknemers moeten op basis van de aard en de duur van het werk tot overeenstemming komen over de gewenste arbeidsrelatie. In de huidige situatie zijn het vooral laagopgeleiden en jongeren die te maken hebben met tijdelijke contracten. Door het grote gat in ontslagbescherming tussen vaste en tijdelijke contracten minder groot te maken, wordt de flexibiliteit – die nu vooral geconcentreerd is bij bepaalde groepen op de arbeidsmarkt – gelijkmatiger verdeeld. Ten slotte worden de regels voor payrolling en nulurencontracten aangescherpt. Het is voor veel bedrijven nuttig dat de inspanningen voor het aannemen en ontslaan van personeel worden overgenomen door een payrollbedrijf, en op basis van nulurencontracten is het voor ondernemers mogelijk om pieken in de vraag op te vangen. In de praktijk leidt dit aan de onderkant van de markt soms tot situaties waarin werknemers weinig keuzes hebben wat betreft de arbeidsrelatie en minder kansen hebben om door te stromen.

De tweede stap in het regeerakkoord is dat het zekerheden versterkt. Voor de werknemer ligt een transitievergoeding klaar als de arbeidsrelatie wordt beëindigd. Deze vergoeding wordt onafhankelijk van de contractvorm en de duur van de arbeidsrelatie volgens een heldere formule opgebouwd. Hierdoor wordt het verschil tussen flexibele en vaste contracten – en de kosten ervan – kleiner. Daarnaast



wordt de periode van opeenvolgende contracten weer verlengd van twee naar drie jaar. Voor werknemers betekent dit een hogere mate van inkomens- en werkzekerheid die minder van de contractvorm afhangt. Voor de werkgever wordt het eenvoudiger om de arbeidsrelatie te beëindigen. De voorgestelde cumulatiegrond in het ontslagrecht voorkomt dat werknemer en werkgever tot elkaar veroordeeld worden als het eigenlijk niet meer gaat. Verder is het aantrekkelijker om werknemers langer of vast in dienst te nemen, doordat er een proeftijd van drie of vijf maanden kan worden toegepast om elkaar te leren kennen. Ook worden de kosten die voor het mkb minder goed te dragen zijn (zoals kosten bij ziekte, ontslag en in economisch moeilijke tijden) voor een deel omgeslagen naar de maatschappij, wat kleine bedrijven minder terughoudend maakt in het aannemen van personeel en minder kwetsbaar in zware economische tijden. Deze maatregelen tezamen verlagen de kosten van het aannemen en ontslaan van werknemers, waardoor er meer mensen op de juiste plaats in de arbeidsmarkt terecht komen.

De derde stap die de partijen zetten, is dat de arbeidsmarkt toekomstbestendiger wordt. Het thema duurzame inzetbaarheid komt niet letterlijk terug in het regeerakkoord, maar er is veel aandacht voor een gezonde, goed opgeleide en mobielere beroepsbevolking. Op het terrein van gezondheid wordt er gestreefd naar een rookvrije generatie en een matige consumptie van genotsmiddelen, zoals alcohol en suiker. Ook neemt sport een belangrijke plaats in, wat helpt om mensen langer en gezonder te laten leven. Daarnaast heeft het regeerakkoord een substantiële onderwijsparagraaf die inzet op het vermijden van achterstanden en die ieder kind kansen biedt om zich te ontplooiën. Intensivering van voor- en vroegschoolse educatie is verstandig om onnodige en niet meer in te lopen achterstanden te voorkomen. Het streven naar een doorlopende

lijn in het beroepsonderwijs van vmbo tot hbo bevordert de doorstroming en bereidt kinderen voor op de arbeidsmarkt. De aandacht voor praktijkonderwijs en de band met de regio stimuleert kinderen om in zichzelf te investeren en zich een beeld te vormen van de toekomstige werkomgeving, waarbij terecht wordt afgestapt van het idee dat het hbo een soort universiteit zou moeten zijn. Ook voor zeer talentvolle kinderen is er aandacht om te excelleren, zodat onderwijs passender wordt en kansen biedt voor ieder kind. Ten slotte wordt ingezet op een mobielere beroepsbevolking. De eerder genoemde ontslaggronden en transitievergoeding geven een duwtje in de goede richting, maar dit kan niet zonder mogelijkheden tot scholing. Om werknemers weerbaar en langer inzetbaar te maken, worden leerrekeningen voorgesteld om scholing te stimuleren, terwijl met leeftijdsbewust personeelsbeleid de werknemers langer in goede gezondheid kunnen werken.

SOCIALE PARTNERS

Het effect van het regeerakkoord op de arbeidsmarkt kan vergroot worden als de dialoog met de sociale partners leidt tot draagvlak in de polder om ook cao's en het pensioenstelsel aan te passen. Het regeerakkoord nodigt de sociale partners op verschillende terreinen uit om een actieve rol te spelen. Voorbeelden hiervan zijn maatregelen voor loon- doorbetaling bij ziekte, de hervorming van het pensioenstelsel en het finetunen van de Wet werk en zekerheid.

De dialoog is nodig om de gewenste modernisering van cao's en de arbeidsovereenkomst in het algemeen van de grond te krijgen, waarbij een groeiende economie goed van pas komt. De blik zou hierbij gericht moeten zijn op de toekomst. En ja, transities doen vaak pijn, maar dat mag geen reden zijn om de arbeidsmarkt niet toekomstbestendig te maken. Het regeerakkoord zet in op bescherming van men-

sen met een zwakke positie op de arbeidsmarkt, op meer stromen die vraag en aanbod beter op elkaar moeten laten aansluiten en op een beroepsbevolking die fit en goed opgeleid is. Deze inzet biedt genoeg voorwaarden om elkaar te vinden in een moderner pensioenstelsel dat meer realistische opbrengsten heeft voor iedereen, en in een toekomst waarin werk in het licht van technologische veranderingen gegarandeerd is en de beroepsbevolking weerbaar is.

AANDACHTSPUNTEN

Met veel maatregelen gaat het dus de goede kant op, maar als het geheel wordt bekeken, is het op dit moment nog niet duidelijk in hoeverre het regeerakkoord de werking van de arbeidsmarkt efficiënter maakt. Vooral de (gedrags) effecten van het verkleinen van de verschillen tussen vaste contracten, tijdelijke contracten en zzp'ers zijn moeilijk te voorspellen. Het is dan ook niet te zeggen of deze maatregelen voldoende zullen zijn om de huidige scheefgroei op de arbeidsmarkt het hoofd te bieden; de praktijk zal dit

Het is onzeker of de kostenverschillen tussen werknemers en zzp'ers echt kleiner worden

moeten uitwijzen. Een aandachtspunt is dat het onzeker is of kostenverschillen tussen werknemers en zzp'ers echt kleiner worden, aangezien sommige maatregelen (zoals de uitbreiding partnerverlof) per saldo leiden tot hogere werknemerspremies. Ook worden de kostenverschillen tussen werknemers en zzp'ers nauwelijks direct aangepakt, maar wordt er gekozen voor regulering. Het nadeel van regulering is dat dit gehandhaafd dient te worden, terwijl het gelijktrekken van kosten een direct effect sorteert.

Een tweede belangrijk aandachtspunt is dat de invoering van het tweeschijvenstelsel in de inkomstenbelasting, met daaraan gekoppeld allerlei maatregelen in de fiscaliteit en de toeslagen, op de langere termijn geen extra werkgelegenheid oplevert. Een fiscale verbouwing die onder de streep geen efficiencywinst oplevert, zou tot nadenken moeten stemmen over de economische en maatschappelijke wenselijkheid ervan.

Een volgend aandachtspunt is dat het paal en perk stellen aan bepaalde vormen van arbeid en het stellen van

harde grenzen – bijvoorbeeld voor bedrijven met meer of minder dan 25 werknemers – leidt tot nieuw strategisch gedrag of tot maatschappelijk ongewenste uitkomsten die vervolgens onder politieke druk moeten worden gecompenseerd. De opt-out die zzp'ers met een hoog tarief wordt geboden, werkt bijvoorbeeld averechtse selectie in de hand, wat waarschijnlijk tot meer ongelijkheid en minder eensgezindheid leidt. Als mensen met goede risico's de mogelijkheid krijgen om zich te onttrekken aan de sociale zekerheid, ontstaat er een onbalans in het systeem die economisch en maatschappelijk moeilijk verdedigbaar is.

Ten slotte zijn voor het succes van veel nieuw beleid de invoering, het toezicht en de handhaving van cruciaal belang. De praktijk van de afgelopen jaren leert dat hier het nodige misgaat bij toezichthouders die achter de feiten aanlopen en de bij Belastingdienst die te maken heeft met verouderde systemen en die de veelheid aan wijzigingen niet binnen een redelijke termijn kan verwerken. Nieuwe webapplicaties van de Belastingdienst voor bijvoorbeeld zzp'ers – waarin het minimumuurtarief van zelfstandigen moet worden vastgelegd – zijn uitdagend omdat de gewerkte uren niet systematisch worden geregistreerd. Ook de nieuwe richtlijnen voor rechters en het optuigen van leerrekeningen zijn niet vanzelfsprekend effectief en efficiënt ingevoerd.

Omdat nieuw beleid per definitie gepaard gaat met onzekerheid en het niet altijd duidelijk is of het zal leiden tot het doel in het regeerakkoord dat werk (of het aan het werk hebben van of investeren in mensen) daadwerkelijk meer gaat lonen, is het goed om te zien dat er op verschillende terreinen wordt geëxperimenteerd. Voorbeelden die relevant zijn voor de arbeidsmarkt zijn experimenten op het gebied van rechtspraak, voorzieningen in krimpregio's, geleidelijke overgang van het primair onderwijs naar het voortgezet onderwijs, het afronden van vakken in het voortgezet onderwijs op verschillende niveaus, vraagfinanciering in het mbo, scholing van arbeidsongeschikten, voortzetting van experimenten in de Participatiewet. Het is belangrijk dat deze experimenten grondig worden geëvalueerd door vooraf de doelen en het design vast te stellen, zodat er achteraf van de effecten kan worden geleerd. Aan die evaluaties worden helaas maar weinig woorden gewijd.

De conclusie van deze analyse is dat de richting die wordt gekozen te verdedigen is vanuit een economische invalshoek. Met de economische wind in de rug zou deze richting ook voortvarend kunnen worden opgepakt door regering en sociale partners. Er blijven echter een aantal vragen op tafel liggen over efficiency en gedragseffecten; ook blijven enkele belangrijke knelpunten onopgelost en is het onzeker of de uitvoerbaarheid van het arbeidsmarktbeleid in het regeerakkoord voldoende gegarandeerd is.

In het kort

- ▶ Economisch is de door Rutte III gekozen richting voor de arbeidsmarkt te verdedigen.
- ▶ Betrokkenheid van de sociale partners is belangrijk voor draagvlak en succes van het beleid.
- ▶ Voor de uitwerking van het beleid is kennis over efficiency en gedragseffecten nodig.

Klimaat- en energiebeleid: een vlucht vooruit

Bij de presentatie van het regeerakkoord stelde Rutte dat zijn kabinet 'het groenste ooit' wordt. Zou het? Een bespreking van het klimaat- en energiebeleid van Rutte III.

HARMEN VERBRUGGEN

*Emeritus hoogleraar
aan de Vrije Univer-
siteit Amsterdam*

Het regeerakkoord voor het kabinet Rutte III bevat een ambitieuze klimaat- en energieagenda. De lat wordt hoger gelegd dan de EU-doelstelling in het kader van het VN Klimaatverdrag van Parijs van 2015. Geen vermindering van de uitstoot van broeikasgassen van 40 procent in 2030 ten opzichte van 1990, maar Nederland gaat zich voorbereiden op een reductie van 49 procent tot 2030. Ook wil het nieuwe kabinet het EU-doel zelfs verscherpen tot -55 procent. Als dat binnen de EU niet mocht lukken, dan gaat Nederland samen met gelijkgestemde buurlanden alleen op weg. Dat is nogal wat. Zou Rutte III echt 'het groenste kabinet ooit' worden, zoals bij de presentatie van het regeerakkoord werd gesteld? Dan moet er wel een heel nieuw instrumentarium uit de kast gehaald worden om dat voor elkaar te krijgen.

MILIEUBELEIDSINSTRUMENTARIUM

De informateur van het kabinet-Rutte III heeft destijds als minister van Financiën in het eerste kabinet-Kok (1994-1998) een schuchter begin gemaakt met de vergroening van het belastingstelsel. Onder zijn verantwoordelijkheid werd de regulerende energiebelasting op gas en elektriciteit ingevoerd om een efficiënter gebruik van energie te stimuleren. Inmiddels beslaat deze energiebelasting een derde van de energierekening voor kleinverbruikers. Grotere verbruikers, vaak bedrijven, betalen een aanzienlijk lagere energiebelasting en grootverbruikers zijn vrijgesteld, voor zover zij vallen onder het EU-systeem van emissiehandel in broeikasgassen. Met de opbrengst van deze energiebelasting is

bij de introductie de inkomstenbelasting verlaagd.

Na het eerste begin is in Nederland de vergroening van het belastingstelsel mondjesmaat voortgeschreden. Het internaliseren van de externe milieukosten in de prijzen roept altijd grote maatschappelijke, en dus politieke, weerstand op. Het leidt tot inkomenseffecten, vooral ten nadele van de lagere inkomens, en het tast de concurrentiepositie van het bedrijfsleven aan als er geen internationale afspraken worden gemaakt.

Daarnaast zijn er specifieke heilige koeien, die de politiek maar niet op stal krijgt. Rekeningrijden voor automobilisten is daar een voorbeeld van. Het lukt de politiek onvoldoende om de milieukosten (internationaal gecoördineerd) te internaliseren in de prijzen. Het milieu- en klimaatbeleid leunt daarom sterk op alternatieve instrumenten die niet direct pijn doen, zoals standaarden, voorschriften, convenanten en subsidies. Het in 2013 afgesloten 'Energieakkoord voor duurzame groei' is zo'n vergaarbak van verschillende instrumenten. Aan dit convenant nemen maar liefst zo'n veertig partijen deel en het zal niet verbazen dat aan de onderhandelingstafel niet het onderste uit de kan gehaald kon worden. Daarbij moet bedacht worden dat vormen van regulering met standaarden en voorschriften niet economisch efficiënt zijn, en nogal volgend voor wat betreft de milieutechnologische ontwikkelingen. Subsidieprogramma's hebben vaak onbedoelde neveneffecten en waaien mee met de veranderende politieke wind. Vaak kunnen investeerders daar niet op bouwen en bovendien leggen subsidieprogramma's beslag op overheidsmiddelen.

Op Europees niveau werd in 2005 een systeem van emissiehandel in broeikasgassen in werking gesteld voor de grote energiegebruikers in het bedrijfsleven. Inmiddels vallen ongeveer 450 Nederlandse bedrijven onder het EU-handelssysteem. De verwachtingen waren aanvankelijk hoog gespannen. Maar na een goed begin zakte de markt voor CO₂-rechten in. De laatste jaren schommelt de prijs van een ton CO₂ tussen de vijf en zeven euro. Bij deze prijs

is er nauwelijks sprake van een internalisering van de kosten van klimaatverandering. De centrale schatting van de *social cost of carbon* ligt per ton tussen de 40 en 45 euro (Revesz et al., 2017; Poelhekke, 2017). Het huidige systeem zet niet aan tot innovatie en een transitie naar duurzame energie. Er zijn te veel rechten op de markt, die ook nog voor ongeveer de helft gratis worden uitgedeeld.

DE INZET VAN RUTTE III

Voor welk instrumentarium kiest het kabinet-Rutte III om de energietransitie in gang te zetten en de ambitieuze klimaatdoelen voor 2030 en 2050 te realiseren? In 2050 moet Nederland bijna CO₂-neutraal zijn, maar met het huidige instrumentarium is dat doel niet in zicht. De klimaat- en energieparagraaf van het nieuwe regeerakkoord weerspiegelt de hierboven geschetste moeizame politieke afwegingen tussen de verschillende milieubeleidsinstrumenten. Er is weer van alles wat.

Het meeste beleid om de ambitieuze doelstellingen te realiseren moet nog op de wagen gezet worden

Om te beginnen wordt het belastingstelsel verder en gericht vergroend. De bestaande energiebelasting wordt verhoogd voor huishoudens en bedrijven. Bovendien verschuift een deel van de belasting van elektriciteit naar gas, waardoor CO₂-uitstoot gericht wordt belast. Structureel brengen in 2019 de energiebelastingen op de huishoudens 453 miljoen euro op, en op de bedrijven 120 miljoen euro. De belasting op verbranden en storten van afval wordt verhoogd, in 2019 structureel voor zowel huishoudens als bedrijven met 50 miljoen euro. Nieuw is dat er wordt aangestuurd op een belasting op luchtvaart in Europees verband. Mocht dat niet lukken, dan staat er een vliegbelasting op het programma voor lawaaiige en vervuilende vliegtuigen. Dat staat voor 200 miljoen euro ingeboekt voor 2019.

Een opvallende en belangrijke post is nog dat er een oplopende minimumprijs voor een CO₂-recht van het EU-handelssysteem voor elektriciteitsopwekking wordt ingevoerd, die oploopt tot 43 euro in 2030. Deze minimumprijs is een aanvulling op de prijsontwikkeling van het EU-handelssysteem. Ook de modernisering van de saldogeregeling voor duurzame elektriciteit in 2020 wordt onder de vergroening geschaard, maar levert op korte termijn nog weinig op.

Met deze vergroening wordt milieuvervuiling – en CO₂ in het bijzonder – (extra) belast, terwijl de productiefactoren kapitaal en arbeid fiscaal worden ontzien. Het is wel wonderlijk hoe de verschillende beweegredenen van deze vergroening samenkomen. De verhogingen en verschuiving van de groene belastingen geven de juiste financiële prikkels.

De afschaffing van de dividendbelasting en de verlaging van de vennootschapsbelasting is ingegeven door het streven Nederland als vestigingsplaats internationaal concurrerder te maken. De verlaging van de inkomstenbelasting is, naast vereenvoudiging, bedoeld om met name de middeninkomens die fiscaal het meest geleden hebben onder de crisismaatregelen van het kabinet-Rutte II te ontzien. De totale lastenverlichtingen komt structureel op 6,5 miljard euro. Het merendeel daarvan is dus niet vergroend.

Naast deze beperkte vergroening in de belastingen staan er nog tal van afzonderlijke maatregelen op de rol. Om maar enkele te noemen: een kilometerheffing voor vrachtverkeer, waarvan de opbrengst wordt teruggesluisd naar de vervoerssector; meer kavels voor windenergie op zee; geen gasaansluiting meer in nieuwbouwwoningen; en een pakket maatregelen voor verduurzaming van bestaande woningen. Verder is er 100 miljoen euro beschikbaar voor een versnelde isolatie van coöperatiewoningen en dienen in 2030 alle nieuwe auto's emissieloos te zijn. Ook worden de resterende vijf kolencentrales vóór 2030 gesloten, maar wanneer precies is onduidelijk. Rekeningrijden voor personenvervoer zit er niet in: die heilige koe mag nog vrij grazen.

Een heikel punt bij de voorgestelde maatregelen is dat van de 56 Mton extra reductie van CO₂ die nodig is om de doelstelling van –49 procent voor 2030 te halen, 18 Mton CO₂ onder de grond gestopt moet worden. Dat zou moeten gebeuren in de havengebieden van Rotterdam en Amsterdam. CO₂-opvang en ondergrondse opslag is tot nu toe niet succesvol gebleken. Het is duur en technisch complex, en er is veel maatschappelijke weerstand.

SUBSIDIES EN INVESTERINGEN

De nieuwe regering heeft een groot vertrouwen in het innovatieve vermogen van het bedrijfsleven en consumenten, gesteund door een goed ontwikkelde kennisinfrastructuur en een gunstige economische omgeving voor innovatieve groene start-ups. “Goed en slim klimaatbeleid biedt kansen voor economische groei en werkgelegenheid” (p. 38, regeerakkoord).

Dit vertrouwen is alleen gerechtvaardigd als de vergroening van de economie voldoende omvang en schaal krijgt. Want dan is het mogelijk te profiteren van positieve externe effecten die ook groene technologische ontwikkeling kenmerken. Deze positieve externaliteiten betreffen de zogenaamde leereffecten, netwerkeffecten en spill-over-effecten. Deze effecten rechtvaardigen overheids subsidies voor onderzoek, ontwikkeling en marktintroductie, omdat private partijen zelf onvoldoende van groene innovaties profiteren.

Alleen met deze subsidies is het mogelijk een endogene groene technologische versnelling te realiseren die het mogelijk maakt op een groen groeipad te komen waarbij een duurzame en fossielvrije economie samen kan gaan met economische groei en werkgelegenheid.

Het regeerakkoord had wat dit betreft ambitieuzer mogen zijn, zeker nu het internaliseren van de milieukosten (de vergroening) aan de magere kant blijft. Gezien het overheidsoverschot op korte termijn is er ruimte voor extra groene investeringen in onderzoek en ontwikkeling, voor omvangrijke subsidieprogramma's voor duurzaamheid, en voor het op gang brengen van de energietransitie.

Investeren in groene technologische ontwikkeling is op termijn financieel rendabel, zeker gezien de lage rentestand, en het belast daarmee niet het houdbaarheidssaldo van de overheidsfinanciën op lange termijn. Voor groene subsidieprogramma's is dat minder zeker. Met deze maatregel kan de energietransitie worden versneld en de economische pijn worden verzacht.

Er zijn al verschillende investerings- en subsidieprogramma's beschikbaar, zoals de subsidieregeling Stimulering Duurzame Energie (SDE+), InvestNL met risicodragend kapitaal, het topsectorenbeleid en het innovatiebeleid. Voor het opbouwen van expertise en uitvoeren van proefprojecten wordt 300 miljoen euro vrijgemaakt. Sommige programma's worden verbreed, zoals SDE+ om ondergrondse opslag van CO₂ te faciliteren, andere regelingen moeten meer gericht worden op de energietransitie. In totaal is er jaarlijks vier miljard euro beschikbaar.

Het is zaak van al deze programma's een coherent groen investerings- en subsidieprogramma te maken. Participatie van het bedrijfsleven en van financiële instellingen kan beter. Maar de overheid is een onmisbare partij bij deze programma's om de kosten van kapitaal laag te houden en voor het afdekken van langetermijninvesteringen. Dat kan als co-financier en door garant te staan voor private investeerders, de financiële sector en institutionele beleggers.

Een frustrerend gegeven is dat er minder met de 'wortel' in de vorm van subsidieprogramma's gewerkt zou hoeven worden en meer met de 'stok', als het Europese CO₂-handelssysteem naar behoren zou functioneren. Een CO₂-prijs van 40 tot 45 euro zet aan tot innovatie en CO₂-reductie. Het Nederlandse klimaat- en energiebeleid is het meest gebaat bij een verdere hervorming van het CO₂-handelssysteem. Van de Nederlandse bedrijven die onder het handelssysteem vallen, was in 2016 tien procent verantwoordelijk voor 85 procent van de uitstoot (NEa, 2017). Daar is veel CO₂-winst te behalen bij een 'eerlijke' CO₂-prijs.

De recent moeizaam overeengekomen aanpassingen gaan niet ver genoeg. Die aanpassingen behelzen een vermindering van het aantal rechten tot 2030 met gemiddeld ruim twee procent per jaar en een daling van het aantal gratis verstrekte rechten van ruwweg vijftig naar dertig procent. Zoals eerder vermeld, komt er een minimum CO₂-prijs voor de elektriciteitssector. Eventueel worden er rechten opgekocht om te voorkomen dat CO₂-uitstoot wordt verplaatst binnen Europa. Uit beide punten spreekt weinig vertrouwen in verdere aanpassingen van het EU-emissiehandelssysteem. Te overwegen valt of met gelijkgestemde buurlanden een beter functionerend handelssysteem opgezet kan worden, een Europees CO₂-handelssysteem op twee snelheden.

INSTITUTIONELE VERANKERING

Het voorgestelde instrumentarium is van betekenis, maar het meeste belang om de ambitieuze doelstellingen te realiseren moet wellicht toegekend worden aan het beleid dat nog op de wagen gezet moet worden. Het betreft dan de institutionele verankering van het voorgenomen beleid voor langere termijn.

Zo dient er een nieuw nationaal Klimaat- en energieakkoord afgesloten te worden met alle relevante partijen. Dit akkoord krijgt een institutionele verankering. En er komt een klimaatwet waar de hoofdlijnen en de doelstellingen van het klimaat- en energiebeleid in opgenomen zijn, in de tijd en per sector gespecificeerd. Een nieuw akkoord is nodig – als dat nieuwe akkoord maar niet weer met ongeveer veertig partijen, die alle sectoren van het bedrijfsleven, maatschappelijke organisaties, lagere overheden en de milieubeweging vertegenwoordigen, om de tafel overeengekomen moet worden. Gezien de ambitieuze klimaatdoelstellingen is het raadzaam voor Rutte III om de poldertraditie te verlaten, en zelf een nationaal Klimaat- en energie-'akkoord' vast te stellen *na* overleg met al die partijen en niet *in* overleg. Het bereiken van consensus duurt te lang en leidt niet tot een optimaal resultaat. Een klimaatwet geeft op langere termijn zekerheid voor investeerders, start-ups, financiële instellingen en consumenten, en geeft ook richting aan de technologische ontwikkeling. Mits het maar geen *soft law* wordt: ruim geformuleerd, vatbaar voor politieke inbreuk en van vooral symbolische betekenis.

Er is wel een minister van Klimaat voor nodig om dit voorgenomen beleid en de institutionele verankering voor elkaar te krijgen. Er komt een minister van Economische Zaken en Klimaat. In ieder geval een minister met een eigen portefeuille en begroting, met voldoende gezag. Want die minister wacht een hele klus als kwartiermaker voor een nieuw coherent klimaatbeleid. Aan ambitie ontbreekt het niet. Alles is gelegen aan de uitvoering.

LITERATUUR

- NEa (2017) *Voortgang Emissiehandel 2017*. Den Haag: Nederlandse Emissieautoriteit.
- Poelhekke, S. (2017) Voor een optimale prijs is een CO₂-belasting nodig. *ESB*, 102(4754), 474-477.
- Revesz, R., M. Greenstone, M. Hanemann et al. (2017) Best cost estimates of greenhouse gases. *Science*, 357(6352), 69-79.

In het kort

- ▶ Het nieuwe kabinet stelt ambitieuze klimaatdoelen voor Nederland.
- ▶ Om de doelen te halen moeten de maatregelen steviger dan het kabinet voorstelt.
- ▶ Belangrijkste aandachtspunt is de institutionele verankering van het klimaatbeleid.



De economische effecten van het algemeen verbindend verklaren

Het algemeen verbindend verklaren van collectieve arbeidsovereenkomsten (cao's) lijkt in Nederland nauwelijks tot lagere werkgelegenheid te leiden. Maar geldt dit ook voor het algemeen verbindend verklaren van een collectieve bovenwettelijke aanvulling zoals een WW-uitkering in het derde werkloosheidsjaar?

MAARTEN DE RIDDER

Promovendus aan de University of Cambridge

ROB EUWALS

Programmaleider bij het Centraal Planbureau

In Nederland geldt voor de meerderheid van de bedrijfstak-cao's een algemeenverbindendverklaring (avv). Daardoor vallen vrijwel alle werknemers binnen een sector onder dezelfde cao, ongeacht of hun werkgever bij de totstandkoming van die cao betrokken is geweest of niet (zie kader 1).

Het debat over de wenselijkheid van de avv is recentelijk opgelaaid. Zo hebben de Kamerleden Van Weyenberg en Dijkgraaf minister Asscher opgeroepen tot een aanpassing van het avv-beleid omdat een avv de kosten voor werkgevers zou verhogen, en zodoende een negatief effect heeft op de werkgelegenheid. De VVD heeft het afschaffen van de avv zelfs in haar partijprogramma opgenomen.

Op basis van klassieke marktmachttheorieën lijkt deze overweging gegrond. De avv versterkt de onderhandelingspositie van vakbonden. Zij kunnen er immers zeker van zijn dat niet-gebonden werkgevers de arbeidsvoorwaarden in de cao niet kunnen onderbieden. Als deze versterkte onderhandelingspositie wordt gebruikt om hogere lonen en betere seculiere arbeidsvoorwaarden te bedingen, dan kan dit tot een afname van de werkgelegenheid leiden. Recent onderzoek uit het buitenland bevestigt dit mechanisme. Hijzen en Martins (2016) hebben gevonden dat in Portugal een avv tot vijf procent hogere lonen aan de onderkant van de arbeidsmarkt leidt. Martins (2012) schat, tevens op basis van Portugese data, dat de avv de werkgelegenheid met twee procent verlaagt. Magruder (2012) vindt

een toename in Zuid-Afrikaanse lonen van tien procent. Díez-Catalán en Villanueva (2014) laten bovendien zien dat Spaanse sectoren met cao's die voor het omvallen van Lehman Brothers algemeen verbindend zijn verklaard, een grotere daling van de werkgelegenheid hebben ervaren dan sectoren waarin de cao pas daarna werd afgesloten.

Het is echter de vraag of deze effecten ook op Nederland van toepassing zijn. Volgens coördinatie-theorieën kan het effect van de avv op de werkgelegenheid gering zijn (Teulings en Hartog, 1998). Door de coördinatie houden vakbonden meer rekening met het negatieve effect van looneisen op werkgelegenheid, waardoor lonen zich snel aanpassen en loonmatiging gemakkelijker is te implementeren. In de Nederlandse polder-context zou een negatief effect van de avv op de werkgelegenheid dus nauwelijks optreden.

Via een grootschalig dataonderzoek bekijken we het effect van de avv op de lonen, en vervolgens bespreken we het effect op de werkgelegenheid en de gevolgen van een collectief gefinancierde bovenwettelijke aanvulling zoals WW-uitkering in het derde werkloosheidsjaar. Een dergelijke aanvulling leidt tot rechten voor werknemers die, anders dan lonen, juist tijdens een laagconjunctuur tot hoge kosten leiden en niet zomaar gematigd kunnen worden.

EFFECT OP DE LONEN

Het effect van de avv op de lonen is in voorgaand onderzoek empirisch getest. Hartog et al. (2002), Rojer (2002) en Venema et al. (2005) suggereren dat een avv geen positief effect heeft op lonen, omdat werknemers die *direct* onder een cao vallen, meer verdienen dan werknemers die door de avv *indirect* onder die cao komen te vallen. Die conclusie klopt echter niet per se: een avv kan de onderhandelingspositie versterken van de direct onder een bedrijfstak-cao vallende werknemers en zo hogere lonen voor hen mogelijk maken. Om het effect van de avv op lonen correct te meten zouden de lonen van werknemers

die direct vallen onder een cao met avv en die onder een cao zonder avv met elkaar moeten worden vergeleken.

In een nieuw empirisch onderzoek (De Ridder en Euwals, 2016) zijn we voor het eerst in staat dit onderscheid te maken. Door belastinggegevens van alle werkzame Nederlanders te koppelen aan een database met cao-karakteristieken van het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid is het mogelijk om een onderscheid te maken tussen werknemers die direct gebonden zijn aan cao's die wel of niet algemeen verbindend zijn verklaard. Omdat vakbonden in de groep *met* een avv meer onderhandelingsmacht hebben, zouden vergelijkbare werknemers onder een dergelijke cao hogere lonen moeten verdienen. Onze gegevens lopen van 2006 tot en met 2011, zodat we hier de lonen in een periode van hoog- en laagconjunctuur kunnen observeren.

Figuur 1 toont de samenhang tussen de avv en het loon in een regressie. Elk punt geeft aan met welk percentage het salaris van werknemers met een avv gemiddeld hoger is dan voor vergelijkbare werknemers zonder avv. In 2006 en 2007 is dat respectievelijk 3,8 en 4,4 procent. Beide zijn significant op een eenprocentniveau. Dit effect neemt echter af over de tijd. In 2008 is het effect nog slechts 1,4 procent, terwijl vanaf 2009 het effect niet meer significant van nul verschilt. De opvallende afname van het loonverschil tussen werknemers met en zonder avv valt samen met de financiële crisis van 2008 en 2009 en de daaropvol-

gende grote recessie. Een avv drijft de lonen in Nederland tijdens een economische hoogconjunctuur dus op, en heeft geen effect tijdens laagconjunctuur.

De hogere lonen als gevolg van de avv hebben waarschijnlijk een beperkt op de werkgelegenheid omdat het alleen tijdens hoogconjunctuur optreedt. Tijdens hoogconjunctuur wordt de werkgelegenheid vooral bepaald door het arbeidsaanbod, zodat het effect van een lagere arbeidsvraag door hogere lonen gering zal zijn.

Overigens moet er bij de interpretatie van dit resultaat rekening gehouden worden met de korte tijdsperiode waarover we gegevens hebben. En uiteraard is het een uitdaging om te toetsen wat er met het effect van een avv gaat gebeuren als de economie weer aantrekt. Een ontwikkeling als de afnemende onderhandelingsmacht van vakbonden door internationale concurrentie, afnemende ledenaantallen en de opkomst van de zelfstandigen zonder personeel voltrekt zich duidelijk over een langere tijd, maar kan desondanks een rol spelen bij het resultaat van een afnemend avv-effect op de lonen.

EFFECT OP BOVENWETTELIJKE AANVULLINGEN

Een verbeterde onderhandelingspositie voor vakbonden vanwege een avv kan, behalve via hogere lonen, ook via riantere bovenwettelijke aanvullingen tot hogere loonkosten leiden. Ook dit wordt in de cao geregeld. Op basis van de honderd grootste cao's blijkt dat de helft van de werknemers die onder een cao vallen recht heeft op een aanvulling op de WW en ruim zes op de tien werknemers recht hebben op een aanvulling op de WIA (Cuelenaere et al., 2014).

De avv is belangrijk bij de totstandkoming van zulke aanvullingen. Deze leiden tot hogere loonkosten, en ook kunnen de niet-meedoende bedrijven hier niet onderbieden. De concurrentie op arbeidsvoorwaarden kan op termijn leiden tot verdringing van deelnemende bedrijven. Het zou dan aantrekkelijk worden voor werkgevers om zich aan de cao te onttrekken, wat de ex-ante-concurrentiepositie van vakbonden verzwakt. Wanneer bovenwettelijke

Het algemeen verbindend verklaren in Nederland KADER 1

In Nederland kunnen partijen met een bedrijfstak-cao aan de Minister van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) vragen om de bepalingen van een bedrijfstak-cao algemeen verbindend te verklaren. Als dat gebeurt, dan zijn ook werkgevers aan die cao gebonden die wel onder die bedrijfstak vallen, maar niet bij een werkgeversvereniging zijn aangesloten. De Wet

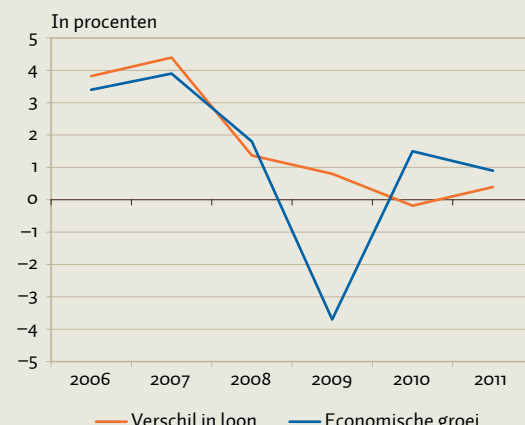
AVV beschrijft het toetsingskader voor een avv, met daarin een omschrijving van de procedure en de voorwaarden waaraan de bepalingen van een cao moeten voldoen. Een belangrijke eis daarbij is dat, via de aangesloten werkgevers, een meerderheid van minimaal 55 procent van de werknemers al aan een cao is gebonden. Zie ook tabel 1.

Aantallen werknemers naar type cao, 2016 TABEL 1

| | Miljoenen |
|--|-----------|
| Totaal werknemers | 7,00 |
| Bedrijfstak-cao | 3,96 |
| → waarvan direct onder bedrijfstak-cao | 3,21 |
| →→ waarvan bedrijfstak-cao met avv | 2,68 |
| →→ waarvan bedrijfstak-cao zonder avv | 0,53 |
| → waarvan indirect onder bedrijfstak-cao | 0,76 |
| Ambtenaren | 1,02 |
| Ondernemings-cao | 0,52 |
| Geen cao | 1,50 |

Bron: CBS, SZW en berekeningen auteurs, aantallen avv's per 1 januari

Vershil in loon tussen werknemers met en zonder avv FIGUUR 1



Effect van de avv in een loonregressie op basis van de gekoppelde gegevens
Bron: De Ridder en Euwals (2016)

aanvullingen op deze wijze worden gefaciliteerd, ontstaat er dus een ander kanaal waarlangs het bestaan van een avv de werkgelegenheid kan verlagen.

Een recent voorbeeld is de reparatie van het derde WW-jaar voor werknemers met een lang arbeidsverleden. Begin mei bereikten de sociale partners een akkoord om de verkorting van de WW uit de Wet werk en zekerheid van januari 2016 te 'repareren'. Om deze aanvulling te regelen, wordt cao-partijen gevraagd zich aan te sluiten bij een stelsel van 'verzamel-cao's' (Stichting van de Arbeid, 2017). De verzamel-cao's worden vervolgens algemeen verbindend verklaard. In deze opzet wordt de avv gebruikt als juridisch instrument om de collectief gefinancierde bovenwettelijke aanvullingen verbindend te maken voor alle werknemers die onder een cao vallen.

Op termijn leidt een bovenwettelijke aanvulling, zoals de reparatie van het derde WW-jaar, waarschijnlijk tot hogere werkloosheid en lagere werkgelegenheid. Ten eerste zullen personen in de WW langer werkloos blijven (zie bijvoorbeeld Van Ours en Vodopivec (2006) en Boone en Van Ours (2012)). Ten tweede leidt een avv ertoe dat werknemers een deel van de kosten kunnen afwentelen op werkgevers. Bij de lonen is het effect op de werkgelegenheid waarschijnlijk gering omdat het nauwelijks optreedt bij laagconjunctuur, maar bij het derde WW-jaar is een kostenbeperking juist bij laagconjunctuur niet mogelijk. Doordat werknemers rechten hebben opgebouwd en werkloosheid tijdens laagconjunctuur hoog is, nemen de kosten daar onvermijdelijk toe. Mocht het stelsel van zogenaamde verzamel-cao's daadwerkelijk gerealiseerd worden, dan is een brede dekking via cao's voor ongeveer tachtig procent van de werknemers mogelijk. Bij een brede dekking van het collectief gefinancierde derde WW-jaar kan de reparatie van de Wet werk en zekerheid leiden tot een verlies van werkgelegenheid van 0,4 procent (CPB, 2013).

CONCLUSIE

Empirisch onderzoek laat zien dat het effect van de avv op lonen in Nederland waarschijnlijk vooral optreedt in een hoogconjunctuur. Dat is in lijn met theorieën voor de arbeidsmarkt die het belang van coördinatie tussen werkgevers en werknemers benadrukken. Omdat werkgelegenheid in hoogconjunctuur voornamelijk wordt beperkt door het aanbod van arbeid is het waarschijnlijk dat de werkgelegenheidseffecten van de avv via de lonen in Nederland nihil zijn. Het is echter waarschijnlijk dat de avv, via andere werkgeverskosten zoals collectief gefinancierde bovenwettelijke aanvullingen, een negatief effect heeft op de Nederlandse werkgelegenheid. Een avv faciliteert reparaties van

activerend overheidsbeleid, zoals het herinvoeren van het derde WW-jaar. Een dergelijke reparatie kan tot hogere lasten voor werkgevers leiden en daarmee tot een lagere werkgelegenheid.

LITERATUUR

- Boone, J. en J. van Ours (2012) Why is there a spike in the job finding rate at benefit exhaustion? *De Economist*, 160(4), 413–438.
- CPB (2013) *Gevolgen Wet Werk en Zekerheid voor werkgelegenheid*. CPB Notitie, 27 november 2013.
- Díez-Catalán, L. en E. Villaneuva (2014) *Collective bargaining and unemployment during the Great Recession: evidence for Spain*. Publicatie te vinden op conference.iza.org.
- Cuelenaere, B., W.S. Zwinkels en A.A. Oostveen (2014) *Praktijk en effecten van bovenwettelijke cao-aanvullingen ZW, loondoorbetaling bij ziekte, WIA en WW*. Astri beleidsonderzoek en -advies, Projectnummer P12.595.
- Hartog, J., E. Leuven en C. Teulings (2002) Wages and the bargaining regime in a corporatist setting: the Netherlands. *European Journal of Political Economy*, 18(2), 317–331.
- Hijzen, A. en P.S. Martins (2016) No extension without representation? Evidence from a natural experiment in collective bargaining. IMF Working Paper, 16/143.
- Magruder, J.R. (2012) High unemployment yet few small firms: the role of centralized bargaining in South Africa. *American Economic Journal: Applied Economics*, 4(3), 138–166.
- Martins, P.S. (2014) 30,000 minimum wages: the economic effects of collective bargaining extensions. IZA Discussion Paper, 8540.
- Ours, J. van, en M. Vodopivec (2006) How shortening the potential duration of unemployment benefits affects the duration of unemployment: evidence from a natural experiment. *Journal of Labor Economics*, 24(2), 351–378.
- Ridder, M. de, en R. Euwals (2016) *What are the wage effects of extending collective labour agreements? Evidence from the Netherlands*. CPB Background Document, april 2016.
- Rojer, M. (2002) *De betekenis van de CAO en het algemeen verbindend verklaren van de CAO's*. Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, SZW-werkdocument, 271.
- Stichting van de Arbeid (2017) *Uitvoering derde ww-jaar*, 10 mei 2017.
- Teulings, C. en J. Hartog (1998) *Corporatism or competition? Labour contracts, institutions and wage structures in international comparison*. Cambridge, VK: Cambridge University Press.
- Venema, P.M., A. Faas, J. Hoebe en J.A. Samadhan (2005) *Arbeidsvoorwaardenontwikkeling in 2004*. Den Haag: Arbeidsinspectie.
- Villanueva, E. (2015) *Employment and wage effects of extending collective bargaining agreements: extending provisions of collective contracts to all workers in an industry or region may lead to employment losses*. IZA World of Labour, maart 2015. Document te vinden op wol.iza.org.

In het kort

- ▶ Het algemeen verbindend verklaren leidt in Nederland alleen tot hogere lonen in periodes van hoogconjunctuur.
- ▶ Vakbonden houden tijdens laagconjunctuur rekening met de gevolgen van hoge looneisen voor de werkgelegenheid.
- ▶ Mogelijk heeft een algemeen verbindende, bovenwettelijke WW-aanvulling wel negatieve werkgelegenheidseffecten.

De prijsstijgingen op de Amsterdamse woningmarkt onder de loep

De huizenprijzen in Amsterdam zijn recent fors gestegen. In hoeverre kan deze ontwikkeling worden verklaard door de karakteristieken van woningen, ontwikkelingen op de huurmarkt en standaard macro-economische veranderingen?

MARTIJN DRÖES

Universitair docent aan de Universiteit van Amsterdam (UvA) en de Amsterdam School of Real Estate

AERDT HOUBEN

Divisiedirecteur bij De Nederlandsche Bank (DNB) en hoogleraar aan de UvA

RYAN

VAN LAMOEN

Toezichthouderspecialist bij DNB en gastdocent aan de UvA

In Amsterdam is de mediane woningprijs tussen maart 2015 en maart 2017 met 46 procent gestegen, van 242.750 naar 355.500 euro, terwijl de prijzen in de rest van Nederland met een gemiddelde 5 procent stegen, van 195.000 naar 205.000 euro. Dit roept de vraag op in hoeverre de Amsterdamse huizenmarktprijsontwikkeling kan worden verklaard door traditionele onderliggende fundamentele factoren.

Om de prijsontwikkeling op de Amsterdamse woningmarkt te verklaren, passen we een nieuwe econometrische toets toe, die vaststelt of de woningprijsontwikkeling met een bepaalde mate van waarschijnlijkheid afwijkt van de verwachte prijsontwikkeling op basis van traditionele onderliggende fundamentele factoren. Zodoende kan worden geanalyseerd of er sprake is van uitbundige prijsstijgingen. De toets kan ook worden gebruikt om het verloop van eventueel uitbundige prijsontwikkelingen te blijven monitoren. De analyse is gebaseerd op de transactiegegevens van alle verkochte woningen in Nederland van begin 1990 tot maart 2017. Dit bestand is door de Nederlandse Vereniging van Makelaars (NVM) beschikbaar gesteld. De focus ligt op algemene trends in de data en, vanwege privacy-overwegingen, niet op individuele transacties. Desalniettemin biedt het onderzoek een gedetailleerd beeld van de krachten achter de prijsontwikkelingen op de Amsterdamse woningmarkt.

VERKLARINGEN VOOR HUIZENPRIJSSTIJGINGEN

Om zicht te krijgen op de onderliggende prijsontwikkeling van woningen, wordt de reguliere woningprijsindex gecorrigeerd voor verschillende factoren die de prijs bepalen. Deze correctie gebeurt in stappen (figuur 1): eerst wordt gecorrigeerd voor observeerbare woningkenmerken, daarna voor standaard macro-economische factoren en de vrije huursector, en vervolgens voor niet-observeerbare woningkenmerken die tot uiting komen in de Amsterdamse vraagprijsontwikkeling. Tot slot wordt getoetst of de prijsstijgingen die niet kunnen worden verklaard door veranderingen in fundamentele drijfveren, een sterke eigen dynamiek hebben. Een technische toelichting (beschikbaar op esb.nu) gaat nader in op de methodiek en geeft inzicht in alternatieve specificaties en definities, die de robuustheid van de uitkomsten illustreren.

Voor elke stap wordt een aparte prijsindex gemaakt. Het vertrekpunt is de mediane woningprijsindex voor de gemeente Amsterdam (op maandbasis) – de mediaan geeft een beter beeld van de prijsontwikkeling van standaardwoningen dan het gemiddelde, omdat de transactiepreisen scheef zijn verdeeld.

Gemeten woningkenmerken

Woningprijzen worden eerst gecorrigeerd voor woningkwaliteit. Daartoe is een (log) hedonische prijsindex (τ , op basis van tijdsdummy's) gebouwd, waarbij via een regressiemodel woningprijzen gecorrigeerd worden voor de voornaamste meetbare woningkenmerken zoals de woonoppervlakte, het type woning, het bouwjaar, de aanwezigheid van parkeergelegenheid, de aanwezigheid van een tuin, de staat van onderhoud (binnen en buiten), de status als monumentenpand en de locatie (op postcode 6-niveau, a_j), zie vergelijking (1):

$$\log(p_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \text{woningkenmerken}_{it} + \tau_t + a_j + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

De index houdt rekening met het feit dat in een maand bijvoorbeeld veel monumentale villa's met tuin kunnen zijn verkocht en in een andere maand juist veel tussenwoningen met achterstallig onderhoud. Een dergelijk hedonisch model wordt ook wel gebruikt om de WOZ-waarde van een woning te berekenen.

Standaard macro-economische factoren

Vervolgens is de hedonische prijsindex gecorrigeerd voor een aantal standaard macro-economische factoren, zoals de rentevoet en de inkomensgroei (De Wit et al., 2013; Dröes en Van de Minne, 2015), en de huurprijs van vrije sector huurwoningen in Amsterdam (Ambrose et al., 2013). Daartoe is de hedonische prijsindex gedeeld door een voorspelde fundamentele woningprijsindex die is vastgesteld op basis van de volgende regressie:

$$\text{prijsindex}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{rente}_t + \beta_2 \text{inkomen}_t + \beta_3 \text{huren}_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

We gaan hier uit van een langetermijnrelatie, waarbij de ratio van prijs en voorspelde prijs rond de 1 zou moeten liggen. Voor de rentevoet is de gemiddelde tienjaarsrente op nieuwe woninghypotheek (inclusief heronderhandelingen) genomen; deze rente komt overeen met de toetsrente die wordt gebruikt bij het bepalen van de leencapaciteit van woningkopers. Cijfers voor de beschikbare inkomensgroei zijn gebaseerd op bbp-data en kwartaaldata van Eurostat, met een interpolatie naar maandcijfers. De huurgegevens (afkomstig van www.pararius.nl) zijn alleen beschikbaar van 2007 tot en met 2016; de gegevens voor de jaren vóór 2007 zijn lineair geïmputeerd op basis van gegevens uit de DNB Household Survey (DHS). De huurcijfers hebben alleen betrekking op Amsterdam en bieden dus een eerste correctie voor de toenemende populariteit van deze stad. Figuur 2 laat inderdaad zien dat de vrije huren in Amsterdam de afgelopen jaren behoorlijk zijn gestegen, maar deze zijn recent minder gestegen dan de woningprijzen. Sinds 2016 vlakt de huurstijging af, terwijl de woningprijsstijging geen vertraging vertoont.

Niet-geobserveerde woningkenmerken

Een laatste groep factoren om rekening mee te houden, zijn kenmerken van de woning en de lokale omgeving die niet direct geobserveerd worden. Voorbeelden zijn de energiezuinigheid van de woning, de toevoeging van een dakkapel, nieuw ontwikkelde lokale voorzieningen en het lokale aanbod van woningen. Om voor deze factoren te corrigeren, is een aanpassing doorgevoerd op grond van de vraagprijs. Het is immers aannemelijk dat deze factoren in de vraagprijs tot uiting komen. Deze correctie vindt plaats door de hedonische woningprijsindex te herberekenen op basis van de premie die bovenop de vraagprijs is betaald. In vergelijking (1) en (2) wordt de afhankelijke variabele vervangen door $\log(p) - \log(\text{vraagprijs})$. Ter illustratie van de onderliggende data geeft figuur 3 de ontwikkelingen in de premie bovenop de vraagprijs weer. Het is duidelijk dat transactiepreizen na de crisis van 2008 flink onder de vraagprijzen zijn gedaald, overigens meer in de rest van Nederland dan

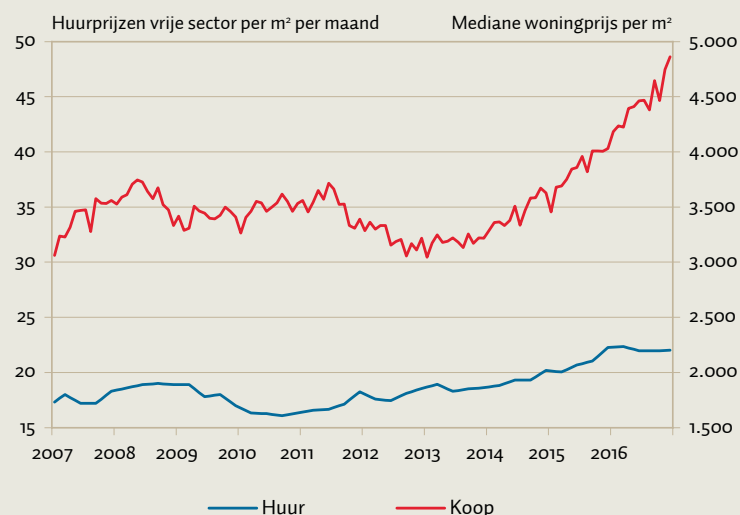
Het ontleden van woningprijsstijgingen

FIGUUR 1



Huur- versus kooprijzen in Amsterdam

FIGUUR 2



Periodes met uitbundige prijsstijgingen op de Amsterdamse woningmarkt, januari 1990 – maart 2017

TABEL 1

| | Periode met uitbundige prijsstijgingen |
|---|---|
| Mediane prijsindex, zie figuur 5 | nov. 1998 – aug. 2002 feb. 2016 – mrt. 2017 |
| + | |
| Correctie voor woningkwaliteit | feb. 1996 – okt. 2002 sept. 2005 – jan. 2009 okt. 2014 – mrt. 2017 |
| + | |
| Correctie voor fundamentals (jan. 2002 t/m dec. 2016) | apr. 2007 – okt. 2007 sept. 2012 – mei 2013 (daling) sept. 2015 – dec. 2016 |
| + | |
| Correctie voor ongeobserveerde woningkenmerken en lokale vraag/aanbodfactoren (jan. 2002 t/m dec. 2016), zie figuur 6 | apr. 2007 – aug. 2008 okt. 2011 – mei 2013 (daling) apr. 2016 – dec. 2016 |

in Amsterdam, en dat de transactiepreizen de afgelopen vier jaar sterk zijn teruggeveerd, in Amsterdam meer dan elders. Een kanttekening is dat de correctie op basis van vraagprijzen een vertekend beeld kan geven, omdat vraagprijzen mogelijk ook strategisch gedrag weerspiegelen; de toetsuitkomsten zijn dan conservatief.

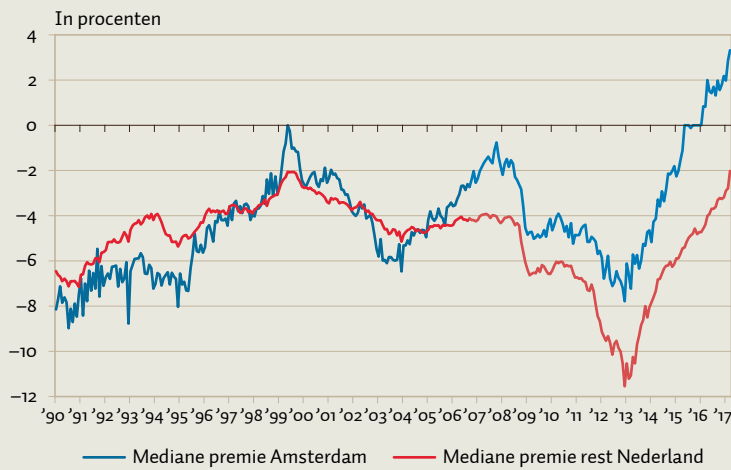
Onverklaard deel

De index houdt zodoende rekening met geobserveerde woningkenmerken, reguliere macro-economische factoren, de vrije huursector en met niet-geobserveerde lokale marktomstandigheden. Tot slot blijft er nog een onverklaard deel over, dat een eerste indicatie biedt van uitbundige prijsstijging. Figuur 4b toont het onverklaarde deel.

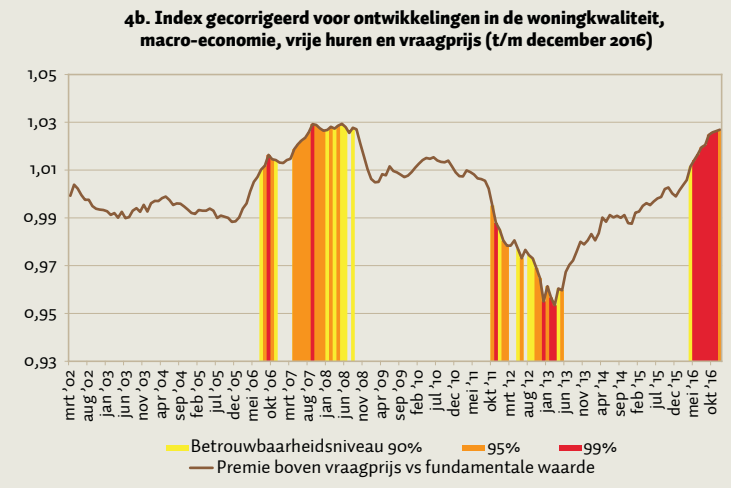
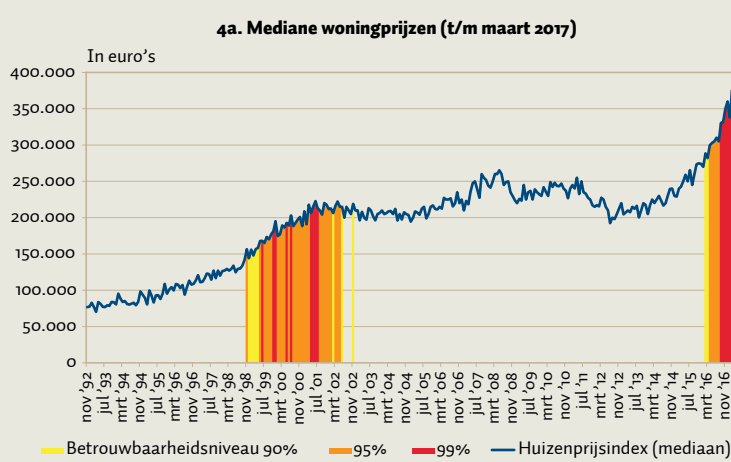
DE RESULTATEN

Met de GSADF-toets (General Sup Augmented Dickey-Fuller) van Phillips et al. (2015) testen we of de voor *fundamentals* gecorrigeerde index meer dan evenredig – ‘explosief’ – stijgt ten opzichte van de waarde in een vorige periode. Deze methode is hiervoor het meest geschikt. Phillips et al. (2015) hebben de toets eerst uitgevoerd op de S&P 500 en inmiddels is hij op veel verschillende markten toegepast. Zie Engsted et al. (2016) en Pavlidis et al. (2016) voor toepassing op huizenmarkten en Van Lamoen et al. (2017) voor een breder overzicht.

Transactiepremie ten opzichte van de vraagprijs FIGUUR 3



Econometrische toets voor uitbundige stijging van woningprijzen FIGUUR 4



De woningprijzen zijn in Amsterdam met 46 procent gestegen, tegen 5 procent in de rest van Nederland

Tabel 1 vat de resultaten van de econometrische toets samen. Van boven naar beneden wordt de econometrische toets toegepast op woningprijsindices die steeds verder corrigeren voor meetbare woningkwaliteit, macro-economische drijfveren, de vrije huursector en specifieke woningkarakteristieken gevat in de vraagprijs. Boven in de tabel (mediane prijsindex) vindt dus geen correctie plaats, terwijl onder in de tabel zo breed mogelijk is gecorrigeerd (hedonische premie-index ten opzichte van de fundamentele waarde). De resultaten voor deze twee indices zijn weergegeven in figuur 4.

Twee zaken vallen op. Ten eerste vertonen de Amsterdamse woningprijzen relatief grote fluctuaties in de tijd. Dit komt mede door aanbodrestricties. Naast periodes van sterke dalingen hebben zich driemaal uitbundige prijsstijgingen voorgedaan: eind jaren negentig, vlak voor de financiële crisis en de afgelopen jaren. Ten tweede biedt de meest recente periode de sterkste indicatie van uitbundige prijsvorming op de Amsterdamse woningmarkt. In alle gevallen wordt het afgelopen jaar aangeduid als een jaar met uitbundige prijsstijging. Dit geldt ook na alle correcties. Een voor de hand liggende vraag is of de recente prijsstijgingen een correctie zijn voor de eerdere prijsdalingen. De ratio van de premie-index ten opzichte van de fundamentele waarde is immers sterker dan verwacht gedaald in de periode oktober 2011 – mei 2013 (zie figuur 4b). Maar de recente prijsstijging is in termen van deze index wel twee keer zo groot als

de eerdere prijsdaling en het hoge betrouwbaarheidsniveau van uitbundige prijsstijging houdt al drie kwartalen aan.

CONCLUSIE EN DISCUSSIE

De woningprijzen in Amsterdam zijn de afgelopen periode flink gestegen. Op basis van een nieuwe toets is aangetoond dat deze prijsstijgingen slechts deels zijn te verklaren door woningverbetering, traditionele macro-economische factoren en ontwikkelingen in de vrije huursector. De analyse wijst aldus op de invloed van andere factoren, die niet in conventionele modellen zijn opgenomen en die moeilijk kwantificeerbaar zijn.

Hierbij valt te denken aan de trek naar de grote stad, de populariteit van Amsterdam onder jongeren, de opkomst van Airbnb en wellicht aan de verhuizing van werkgelegenheid uit Londen als gevolg van Brexit. Deze factoren zijn niet in de analyse meegenomen en verdienen nadere analyse. Dat geldt ook voor de beperkingen aan de aanbodzijde, inclusief de relatief grote sociale huursector in Amsterdam.

Voorts verdient de toenemende rol van beleggers uit binnen- en buitenland op de Amsterdamse woningmarkt nader onderzoek en beleidsaandacht. In dit kader is belangrijk dat de recente prijsstijging vooralsnog niet kredietgedreven lijkt (Hekwolter of Hekhuis et al., 2017). Dit beperkt de financiële stabiliteitsrisico's van de prijshausse. Maar de forse prijsstijging wijst op een oververhitte huizenmarkt. Dit past bij het traditionele beeld dat de Amsterdamse woningmarkt cyclischer is dan die in de rest van Nederland. Dat kan leiden tot abrupte veranderingen in bestedingspatronen, met alle aanpassingskosten van dien.

Om de uitslagen in de huizenmarkt te temperen en daarmee ook de schokken in de balansen van Amsterdamse huishoudens te beperken, is een aantal maatregelen te overwegen. Een verdere afbouw van de hypotheek-renteaftrek en verlaging van het *loan-to-value*-plafond blijven gewenst om de onderliggende financieringsstructuur te versterken, maar de invloed hiervan is beperkt omdat Amsterdamse woningaankopen tegenwoordig voor een groter deel met eigen geld gebeuren (Van der Harst en De Vries, 2017).

Het antwoord zal in de eerste plaats dus moeten komen van de aanbodzijde van de markt. Hierbij valt te denken aan maatregelen die de huur- en koopmarkt vergroten (vooral in het middensegment) en die bestemmingsplannen en bouwvergunningen versnellen. Het aanbod van woningen in buurgemeenten kan met investeringen in infrastructuur beter bereikbaar worden. Deze maatregelen kunnen de Amsterdamse woningmarkt stabiel en meer toegankelijk maken.



LITERATUUR

- Ambrose, B.W., P. Eichholtz en T. Lindenthal (2013) House prices and fundamentals: 355 years of evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(2-3), 477–491.
- Dröes, M.I. en A. van de Minne (2015) *Time-varying determinants of long-run house prices*. ASRE Research Papers, 2015-08.
- Engsted, T., S.J. Hviid en T.Q. Pedersen (2016) Explosive bubbles in house prices? Evidence from the OECD countries, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 40, 14–25.
- Harst, F. van der, en P. de Vries (2017) *Wie kopen er hypotheekloos?* Publicatie te vinden op www.kadaster.nl.
- Hekwolter of Hekhuis, M., R. Nijskens en W. Heeringa (2017) De woningmarkt in de grote steden. *DNB Occasional Study*, 15-1.
- Lamoen, R.C.R. van, S.E. Mattheussens en M.I. Dröes (2017) *Quantitative easing and exuberance in government bond markets: evidence from the ECB's expanded purchase program*. DNB Working Paper, 548.
- Pavlidis, E., A. Yusupova, I. Paya et al. (2016) Episodes of exuberance in housing markets: in search of the smoking gun. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 53(4), 419–449.
- Phillips, P.C.B., S. Shi en J. Yu (2015) Testing for multiple bubbles: historical periods of exuberance and collapse in the S&P 500. *International Economic Review*, 56(4), 1043–1078.
- Wit, E.R. de, P. Englund en M.K. Francke (2013) Price and transaction volume in the Dutch housing market. *Regional Science and Urban Economics*, 43(2), 220–241.

In het kort

- ▶ De gebruikelijke determinanten verklaren slechts een deel van de forse huizenprijsstijging in Amsterdam.
- ▶ De uitbundige prijsstijging wijst op oververhitting van de Amsterdamse huizenmarkt.
- ▶ Maatregelen hiertegen moeten zich vooral richten op de aanbodkant van de woningmarkt.

Nobelprijs voor Richard Thaler

De Koninklijke Zweedse Academie voor Wetenschappen maakte op 9 oktober bekend dat de prijs van de Zweedse Rijksbank voor Economische Wetenschappen ter nagedachtenis aan Alfred Nobel dit jaar naar Richard Thaler (Universiteit van Chicago) gaat. De ultieme onderscheiding wordt daarmee toegekend aan een doorzetter die een groot deel van zijn carrière door collega's als afvallig werd beschouwd.

MARTIJN VAN DEN ASSEM
Hoogleraar aan de Vrije Universiteit Amsterdam (VU)

DENNIE VAN DOLDER
Universitair docent aan de VU

Richard Thaler is een van de grondleggers van gedragseconomie, de subdiscipline die economisch onderzoek over oude grenzen heeft doen kijken en verrijkte met psychologische inzichten. Hij liet zien dat het traditionele paradigma van de zelfzuchtige en calculerende homo economicus te vaak en te veel afwijkt van werkelijke menselijke gedragspatronen. Al in 1980 legde hij uit dat het hoog tijd was voor verandering (Thaler, 1980).

RATIONALITEIT, WILSKRACHT EN ZELFZUCHT

Het Nobelprijsc comité roemt Thaler om zijn identificaties van anomalieën op het gebied van rationaliteit, wilskracht en zelfzucht. Hij stond aan de basis van inmiddels welbekende concepten als het *endowment effect* (het in eigendom hebben van goederen maakt deze meer waard; Kahneman et al., 1991), *mental accounting* (hoe mensen hun economische activiteiten indelen en evalueren; Thaler, 1999), en het *planner-doer*-model (het spanningsveld tussen lange- en kortetermijnbehoeftebevrediging; Thaler en Shefrin, 1981). Aan de hand van onder andere zijn eigen *dictator game* – waarin mensen ongestraft een zelfzuchtige keuze kunnen maken – liet hij de relevantie van sociale preferenties zien (Kahneman et al., 1986).

Daarnaast was Thaler belangrijk voor het ontstaan van het vakgebied *behavioral finance*. Veel financieel economen zullen zijn onderzoek met Werner de Bondt naar

prijsvorming op Wall Street kennen (De Bondt en Thaler, 1985). Hun vaststelling van sterke overreactie in meerjarige aandelenrendementen werd – via de achterdeur van een *conference-proceedings*-uitgave – gepubliceerd in het vlaggenschip-tijdschrift *The Journal of Finance*, en bracht een schok teweeg in een tijd van heilig geloof in de efficiëntie van liquide financiële markten.

Buiten de academische wereld heeft Thaler naam gemaakt met *Nudging* (Thaler en Sunstein, 2008). Samen met Cass Sunstein en Shlomo Benartzi liet hij zien hoe gedragseconomische kennis kan worden ingezet om mensen te helpen keuzes te maken die goed zijn voor henzelf en voor anderen, zonder hun keuzevrijheid daarbij te beperken. Dankzij vooral Thaler heeft de economische wetenschap er een prescriptieve rol bij gekregen, een rol die wereldwijd heeft aangezet tot nieuwe perspectieven en nieuw beleid in politieke en ambtelijke kringen.

Een gemene deler in Thalers werk is de relatieve eenvoud van zijn analyses en concepten. Zijn toegankelijke stijl – ruim gebruikmakend van herkenbare voorbeelden – is zonder twijfel een belangrijke verklaring voor de grote invloed die hij heeft gehad en nog steeds heeft.

MISDRAGINGEN

In zijn recente boek *Misbehaving* (Thaler, 2015) doet hij uitgebreid verslag van de weerstand die hij tijdens zijn carrière ondervond. De treffende titel verwijst zowel naar zijn eigen tegendraadse opstelling als wetenschapper, als naar de mens die als homo sapiens voorspelbare 'overtreddingen' begaat door zich niet te gedragen als de homo economicus die we kennen van de traditionele economische modellen.

Een van de kritieken die Thaler regelmatig voor zijn kiezen kreeg, is dat gedragseconomische onderzoeksresultaten niet zonder meer generaliseerbaar zijn vanwege het tekortschieten van prestatieprikkels (Levitt en List, 2008). Gedragseconomische inzichten zijn veelal verkregen door middel van experimenten, en in experimenten staat meestal niets of slechts een klein bedrag op het spel.



In reactie op deze kritiek heeft Thaler, samen met ons, televisiespellen gebruikt om risicogedrag, onderhandelingsgedrag en coöperatie te bestuderen (Post et al., 2008; Van den Assem et al., 2012; Van Dolder et al., 2015). In televisiespellen wordt vaak om grote prijzen gespeeld. Meestal vonden we dat spelshowkandidaten dezelfde gedragspatronen laten zien als deelnemers aan experimenten.

Met *Misbehaving* publiceerde Thaler op een goed getimed moment zijn memoires, en doet hij op persoonlijke wijze verslag van de opkomst van gedragseconomie. Het boek staat vol met vermakelijke anekdotes. Een van die anekdotes – misschien wel de opmerkelijkste en in ieder geval een die illustratief is voor de diepgewortelde antipathie die Thaler ondervond – betreft een uitspraak van Merton Miller, een van de winnaars van de Nobelprijs in 1990. Sinds 1995 werkt Thaler bij de Universiteit van Chicago, een universiteit van economen die wereldwijd bekend stonden om hun doctrine van rationele besluitvorming. Merton Miller was een van die economen, en toen een journalist hem vroeg waarom hij de aanstelling van de ‘afvallige’ Thaler niet blokkeerde, verwees Miller naar zijn jongere collega’s: “because each generation has got to make its own mistakes”. Thaler en Miller werkten vijf jaar aan dezelfde faculteit (Miller overleed in 2000) en zagen elkaar dus regelmatig. De twee hebben elkaar echter nooit gesproken.

Inmiddels zijn we een generatie verder, en belooft de Koninklijke Zweedse Academie voor Wetenschappen Richard Thaler met de Nobelprijs Economie. Na eerdere toekenningen aan Daniel Kahneman (2002) en Robert Shiller (2013) komt de teller voor gedragseconomie op drie. Deze goedgevulde prijzenkast maakt duidelijk wat de fout van Millers eigen generatie is geweest, en is een niet te missen

boodschap aan hedendaagse economen die nog twijfelen: gedragseconomie is geen hype. Anno 2017 richt de sociale-wetenschapsdiscipline economie zich op de homo sapiens. Zoals het hoort. Met dank aan Richard Thaler.

LITERATUUR

- Assem, M.J. van den, D. van Dolder en R.H. Thaler (2012) Split or steal? Cooperative behavior when the stakes are large. *Management Science*, 58(1), 2–20.
- De Bondt, W.F.M. en R.H. Thaler (1985) Does the stock market overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793–805.
- Dolder, D. van, M.J. van den Assem, C.F. Camerer en R.H. Thaler (2015) Standing united or falling divided? High stakes bargaining in a TV game show. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 105(5), 402–407.
- Kahneman, D., J.L. Knetsch en R.H. Thaler (1986) Fairness and the assumptions of economics. *The Journal of Business*, 59(4), S285–S300.
- Kahneman, D., J.L. Knetsch en R.H. Thaler (1991) Anomalies: the endowment effect, loss aversion, and status quo bias. *The Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 193–206.
- Levitt, S.D. en J.A. List (2008) Homo economicus evolves. *Science*, 319(5865), 909–910.
- Post, G.T., M.J. van den Assem, G. Baltussen en R.H. Thaler (2008) Deal or no deal? Decision making under risk in a large-payoff game show. *American Economic Review*, 98(1), 38–71.
- Thaler, R.H. (1980) Toward a positive theory of consumer choice. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1(1), 39–60.
- Thaler, R.H. (1999) Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183–206.
- Thaler, R.H. (2015) *Misbehaving: the making of behavioral economics*. New York: W.W. Norton.
- Thaler, R.H. en H.M. Shefrin (1981) An economic theory of self-control. *Journal of Political Economy*, 89(2), 392–406.
- Thaler, R.H. en C.R. Sunstein (2008) *Nudge: improving decisions about health, wealth, and happiness*. New Haven: Yale University Press.

Marktprikkels verbeteren zorg niet bij reageerbuisbevruchting

Als patiënten het beste ziekenhuis kiezen en zorgverzekeraars de doelmatiger werkende organisaties belonen, hebben zorgaanbieders een prikkel om de kwaliteit te verbeteren en de kosten in de hand te houden. Reageerbuisbevruchting is een goede casus: trekken succesvollere vruchtbaarheidsklinieken meer patiënten aan?

NIEK STADHOUDERS

Onderzoeker bij Celsus

JAN KREMER

Hoogleraar aan het Radboudumc

PATRICK JEURISSEN

Hoogleraar aan het Radboudumc

MARIT TANKE

Harkness fellow aan Harvard

De heilige graal voor beleidsmakers in de gezondheidszorg is betere kwaliteit van zorg en lagere kosten (Berwick et al., 2008). Dit is niet makkelijk te realiseren, want in de zorg leidt een hogere kwaliteit tot minder behandelingen: gezene patiënten komen immers niet meer terug. Voor de behandelaar geeft dit een mogelijke perverse prikkel, omdat zijn omzet daalt bij minder behandelingen. In het systeem van gereguleerde marktwerking kiezen nieuwe patiënten sneller voor zorgaanbieders met hogere kwaliteit en belonen zorgverzekeraars doelmatigheid. Als het systeem naar behoren werkt, geeft de toeloop van nieuwe patiënten zorgaanbieders een

voldoende prikkel om kwaliteit te verbeteren.

Reageerbuisbevruchting is een goede casus om te onderzoeken of gereguleerde marktwerking voldoet. Een hoger succespercentage bij reageerbuisbevruchtingen laat de inkomsten voor individuele klinieken in de eerste instantie teruglopen, doordat er minder tweede en derde pogingen nodig zijn. Het hogere succespercentage zou echter nieuwe patiënten moeten aantrekken waardoor klinieken hun omzet toch kunnen verhogen.

De randvoorwaarden voor het aantrekken van nieuwe patiënten lijken goed: een vruchtbaarheidsbehandeling is planbare zorg met een groot belang voor de patiënt (Van Empel et al., 2011). Dit geldt ook voor de mogelijkheden tot gedifferentieerde zorginkoop. Bovendien is er ook wat te kiezen, want de uitkomsten van reageerbuisbevruchting zijn sinds 1996 openbaar (Kremer et al., 2008).

We verwachten dat goedpresterende klinieken in Nederland groeien in volume en marktaandeel. Voordat gereguleerde concurrentie was ingevoerd, groeiden goedpresterende klinieken in de Randstad (Van der Geest en Varkevisser, 2008). We verwachten dat de invoering van de Zorgverzekeringswet ook buiten de Randstad positief zal uitpakken.

Overzicht kosten en behandelingsucces vruchtbaarheidsbehandelingen 2015

TABEL 1

| Behandeling | Dbc-vergoeding in euro | Percentage doorgaande zwangerschappen per embryoplaatsing | Kosten per doorgaande zwangerschap in euro |
|---------------|------------------------|---|--|
| IVF | 1.959 | 19 | 10.400 |
| ICSI | 2.225 | 23 | 10.062 |
| Cryoplaatsing | 444 | 15 | 2.931 |

Bronnen: Vektis en NVOG



TRENDS IN REAGEERBUISBEVRUCHTINGEN

Reageerbuisbevruchting is een alternatief als natuurlijke zwangerschap niet mogelijk is. De behandeling begint met het stimuleren van de eierstokken en het oogsten van eicellen door een follikelpunctie, waarna de spermacellen in contact worden gebracht met de eicellen (in-vitrofertilisatie, IVF) of geïnjecteerd in de eicellen (intra-cytoplasmatische sperma-injectie, ICSI). In negentig procent van de cycli kunnen vervolgens een of twee embryo's teruggeplaatst worden in de baarmoeder. Indien er meer geschikte embryo's zijn, kunnen deze worden ingevroren en op een later moment teruggeplaatst (cryoplaatsing) als onderdeel van dezelfde cyclus. Dit is minder belastend dan het starten van een nieuwe cyclus.

De eerste drie cycli en de eventueel bijbehorende cryoplaatsingen worden vergoed door de zorgverzekering. Klinieken krijgen per begonnen behandeling betaald door middel van een diagnose-behandelcombinatie (dbc) in het A-segment, waarvoor de Nederlandse Zorgautoriteit tarieven vaststelt, zie tabel 1. Binnen dit segment wordt momenteel alleen op volumes onderhandeld, hoewel prijsafspraken in theorie ook mogelijk zijn.

KWALITEIT

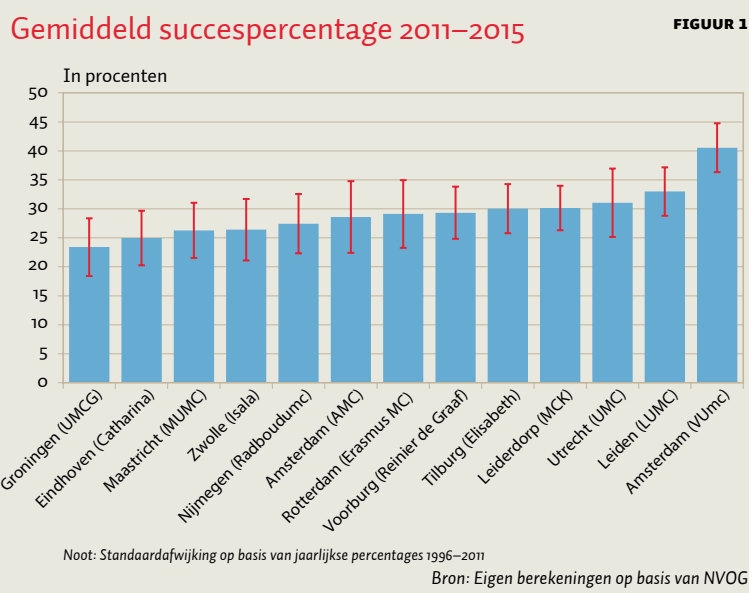
De kwaliteit van de behandeling wordt gemeten aan de hand van het percentage doorgaande zwangerschappen per gestarte cyclus (Smeenk, 2015). Eén manier om dit succespercentage te verhogen is door een tweede embryo te plaatsen. Dit gebeurt de laatste jaren echter steeds minder omdat dit de kans op meerlingen vergroot en daarmee ook de kans op complicaties tijdens zwangerschap en bevalling. Het percentage meerlingen is gedaald van 23 per honderd doorgaande zwangerschappen in 2003 naar 3,5 in 2015.

De kwaliteit van de behandeling ligt op hoog niveau en is de afgelopen jaren sterk verbeterd. Het geschatte succes-

percentage per gestarte cyclus stijgt van minder dan 20 procent in 1997 tot 33 procent in 2015. Alleen in Zweden en Finland liggen de succespercentages hoger (Kupka et al., 2016). Klinieken kennen geen grote variatie in het succespercentage (figuur 1). Alleen het succespercentage van het VUmc is significant hoger dan van andere klinieken. Het aantal gestarte cycli neemt tussen 2010 en 2015 voor alle klinieken af.

KOSTEN

Het toenemende succespercentage hangt samen met de stijging van het aantal cryoplaatsingen: meer cryoplaatsingen verhogen de slagingskans per cyclus. Cryoplaatsingen



Regressieresultaten

TABEL 2

| | 1: Alle gestarte cycli (nieuwe en secundaire) | 2: Nieuwe cycli (60 procent uitval) | 3: Nieuwe cycli (50 procent uitval) | 4: Nieuwe cycli (40 procent uitval) |
|----------------------------------|---|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| Kwaliteit in het voorgaande jaar | -0,12 | 0,05 | 0,13 | 0,22 |
| Randstad | -0,05 | 0,26 | 0,38 | 0,54** |
| Demografie | -0,75 | -0,40 | -0,25 | -0,56 |
| Constante | 0,54*** | 0,44** | 0,39 | 0,32 |

*/**/** Significant op respectievelijk vijf- en eenprocentniveau

zijn ook kosteneffectief, want de kosten per doorgaande zwangerschap bedragen minder dan een derde van die van IVF of ICSI (tabel 1). De totale uitgaven aan reageerbuisbevruchting dalen inderdaad van zo'n 38 miljoen in 2010 naar 33 miljoen in 2015 (figuur 2). Voor individuele klinieken leidt een toename in cryoplaatsingen dus tot omzetverlies, tenzij deze klinieken een groter marktaandeel weten te bemachtigen.

ONDERZOEKOPZET

We analyseren de relatie tussen het succespercentage van de IVF- of ICSI-behandeling inclusief eventuele bijbehorende cryoplaatsingen en de verandering in het marktaandeel van nieuwe patiënten. Het marktaandeel nieuwe patiënten observeren we niet direct; kader 1 licht toe hoe het geschat wordt. We corrigeren voor verschillen in demografie door het aantal vrouwen tussen 30 en 40 jaar in de provincie van de kliniek op te nemen – de vraag naar IVF hangt in elke provincie mogelijk samen met het aantal vrouwen in die provincie. Daarnaast beperkt de reisafstand tussen huis en kliniek mogelijk de keuzevrijheid: patiënten moeten in korte tijd meerdere keren naar de kliniek komen, en vaak worden deze bezoeken pas op het laatste moment vastgesteld (Wu et al., 2013). Dit lijkt met name relevant voor de Randstad, waar meerdere klinieken binnen een redelijke

reisafstand liggen. Een interactieterm geeft aan of de kliniek in de Randstad ligt. We schatten het effect door middel van een *fixed-effects panel estimation*.

Voor dit onderzoek gebruiken we openbare gegevens van 1996–2015 van de Nederlandse Vereniging voor Obstetrie en Gynaecologie (NVOG). De NVOG verzamelt via een jaarlijkse enquête onder de dertien vruchtbaarheidsklinieken informatie over volumes (het aantal gestarte cycli, het aantal embryoplaatsingen), positieve uitkomsten (doorgaande zwangerschappen van meer dan tien weken) en van 'ongewenste' uitkomsten (tweelingen en drielingen). Er is daardoor een uniek langjarig overzicht ontstaan. Demografische data zijn afkomstig van het CBS.

RELATIE KWALITEIT EN MARKTAANDEEL

Het succespercentage is niet significant gerelateerd aan het aantal gestarte cycli (tabel 2, schatting 1). Hogere succespercentages lijken dus niet te renderen. Mogelijk komt dit doordat een hoger succespercentage leidt tot minder tweede en derde cycli. Als we ons richten op het marktaandeel nieuwe patiënten (schattingen 2, 3 en 4) vinden we alleen bij veertig procent uitval een significant effect in de Randstad. In deze specificatie leidt één procent groei in het succespercentage tot 0,5 procent groei in marktaandeel nieuwe cycli.

Schatting marktaandeel nieuwe patiënten

KADER 1

Met gegevens over het totale aantal IVF- en ICSI-behandelingen, $K_{i,t}$, en het succespercentage $\sigma_{i,t}$, per kliniek en per jaar kunnen het aantal nieuwe patiënten en het marktaandeel geschat worden. Behandelingen vinden plaats bij nieuwe patiënten of bij patiënten die eerder zonder succes behandeld zijn. Cryoplaatsingen zijn onderdeel van de IVF- of ICSI-cyclus waarin de eicellen geoogst zijn, en tellen niet als aparte behandeling. $(1 - \sigma_{i,t-1}) \times K_{i,t-1}$ is dan het aantal patiënten dat afgelopen jaar zonder succes behandeld is. Niet alle patiënten die zonder succes behandeld zijn, keren terug voor een

nieuwe behandeling. Zo kent Duitsland uitvalpercentages van veertig à vijftig procent na een mislukte cyclus (Viardot-Foucault et al., 2015). Met het uitvalpercentage x is het aantal nieuwe patiënten in een kliniek:

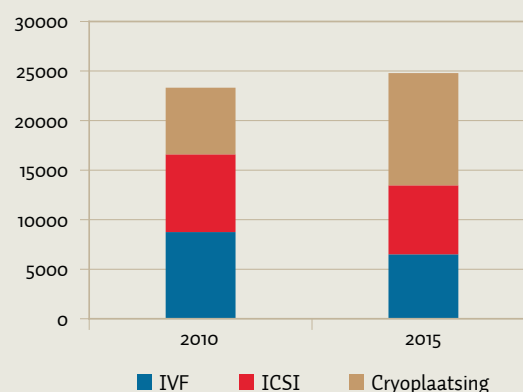
$$N_{i,t} = K_{i,t} - x \times (1 - \sigma_{i,t-1}) \times K_{i,t-1}$$

Het marktaandeel is dan het aandeel nieuwe patiënten van een kliniek gedeeld door het totaal:

$$m_{i,t} = \frac{N_{i,t}}{\sum_{i=1}^{I^3} N_{i,t}} \times 100$$

Aantal behandelingen in 2010 en 2015

FIGUUR 2



Bron: NVOG

We vinden dus dat een hoger succespercentage mogelijk een positief effect heeft op het aantal *nieuwe* cycli in de Randstad, maar tegelijkertijd een niet-significant negatief effect heeft op het totaal aantal gestarte cycli. We concluderen daarom dat het effect van hogere succespercentages op winst in marktaandeel positief maar niet altijd significant is, en voor de klinieken zelf niet opweegt tegen verlies in omzet door minder tweede en derde cycli.

Patiënten en verzekeraars kiezen zeer beperkt voor aanbieders met betere uitkomsten

DISCUSSIE

Patiënten en zorgverzekeraars kiezen maar zeer beperkt voor aanbieders met betere uitkomsten (in dit geval voornamelijk het VUmc). Het kan zijn dat patiënten niet op de hoogte zijn van kwaliteitsverschillen, maar het kan ook zijn dat patiënten het verschil in succespercentage niet vinden opwegen tegen bijvoorbeeld reistijd of een goede arts-patiëntrelatie (Huppelschoten et al., 2014). Zeker buiten de Randstad, waar de laatste vijf jaar geen significante verschillen in kwaliteit zijn gevonden, kunnen deze zaken doorslaggevend zijn. In dat geval kunnen de marktuitskomsten het gevolg zijn van rationele keuzes van patiënten. In beide gevallen loont het voor klinieken niet om het succespercentage te verbeteren.

Van der Geest en Varkevisser vonden dat klinieken die betere slagingskansen van IVF of ICSI hebben, het jaar erop meer behandelingen beginnen in de betreffende techniek. Mogelijk is hier sprake van specialisatie en verschuiving van IVF naar ICSI (of andersom), wat het totale succespercentage kan verhogen, zonder dat het totale aantal patiënten toeneemt. Dit is in lijn met onze bevinding dat hogere totale succespercentages geen significante invloed hebben op nieuwe patiënten.

Verzekeraars lijken goedpresterende klinieken niet extra te belonen, bijvoorbeeld met een opslag op het maximumtarief of hogere volumes. Tien jaar na de stelselherziening heeft slechts één zorgverzekeraar de volume-

restricties bij goedpresterende klinieken opgeheven. Belonen op kwaliteit kan voor verzekeraars aantrekkelijk zijn. Eventuele kwaliteitsbonussen kunnen worden terugverdiend met een afname in tweede en derde cycli, en verzekerden profiteren van hogere succespercentages. Dit kan echter de regionale ongelijkheid verhogen als er voor patiënten geen redelijk alternatief is (bijvoorbeeld door reisafstand).

Verzekeraars kunnen uitkomstmaten ook gebruiken om klinieken aan te spreken op hun prestaties, maar zonder daar financiële consequenties aan te verbinden (Berwick, 2016). Focus op best practices kan leiden tot verdere kwaliteitsverbeteringen. Zorgverzekeraars kunnen deze beweging stimuleren door het vergroten van transparantie en het orkestreren van onderlinge leerervaringen, en tegelijkertijd eventuele financiële belemmeringen, zoals omzettingen, te verlichten. Dit is niet strijdig met de huidige praktijk: ondanks een bekostigingssysteem met mogelijke perverse prikkels is de kwaliteit van reageerbuisbevruchting enorm toegenomen.

LITERATUUR

- Berwick, D.M. (2016) Era 3 for medicine and health care. *JAMA*, 315(13), 1329–1330.
- Berwick, D.M., T.W. Nolan en J. Whittington (2008) The triple aim: care, health, and cost. *Health Affairs*, 27(3), 759–769.
- Empel, I.W.H. van, E.A.F. Dancet, X.H.E. Koolman et al. (2011) Physicians underestimate the importance of patient-centredness to patients: a discrete choice experiment in fertility care. *Human Reproduction*, 26(3), 584–593.
- Geest, S. van der, en M. Varkevisser (2008) Kwaliteitsinformatie en de marktaandelen van IVF-centra. *ESB*, 93(4549), 756–758.
- Huppelschoten, A.G., E.W. Verkerk, J. Appleby et al. (2014) The monetary value of patient-centred care: results from a discrete choice experiment in Dutch fertility care. *Human Reproduction*, 29(8), 1712–1720.
- Kremer, J., R. Bots, B. Cohlen et al. (2008) Tien jaar resultaten van in-vitrofertilisatie in Nederland, 1996–2005. *Nederlands Tijdschrift voor Geneeskunde*, 152(3), 146–152.
- Kupka, M., T. D’Hooghe, A. Ferraretti et al. (2016) Assisted reproductive technology in Europe, 2011: results generated from European registers by ESHRE. *Human Reproduction*, 31(2), 233–248.
- Smeenk, J. (2015) *Landelijke IVF-cijfers 1996–2014*. Publicatie te vinden op www.nvog.nl.
- Viardot-Foucault, V., B.C. Tai, Z.J. Chen et al. (2015) Estimating cumulative live-birth rates after IVF treatment with Kaplan-Meier and competing risk methods. *European Journal of Obstetrics & Gynecology and Reproductive Biology*, 192, 41–46.
- Wu, A.K., P. Elliott, P.P. Katz en J.F. Smith (2013) Time costs of fertility care: the hidden hardship of building a family. *Fertility and Sterility*, 99(7), 2025–2030.

In het kort

- ▶ Actieve patiëntkeuze en zorginkoop zouden de terugval in inkomsten door betere kwaliteit van zorg moeten compenseren.
- ▶ Reageerbuisbevruchting is een goede casus, want het is planbare zorg en van groot belang voor de patiënt.
- ▶ De markt voor reageerbuisbevruchting lijkt niet optimaal te werken: een hogere kwaliteit leidt niet tot patiëntentoostrroom.

Evaluatie van de EICIE-kwartaalindicator voor het Nederlandse bbp

De eerste informatie die beschikbaar is over de economische groei van dat moment wordt al 12,5 jaar gegeven door de EICIE. Tijd voor een evaluatie. Hoe doet deze indicator het eigenlijk en kan hij worden verbeterd?

**PHILIP HANS
FRANSES**
Decaan en hoog-
leraar aan de
Erasmus Universiteit

Angemoedigd door Frits Goldschmeding, oprichter van Randstad, werd eind 2004 de EICIE ontwikkeld. EICIE staat voor *Econometric Institute Current Indicator of the Economy*, waarbij het woord *current* cruciaal is. Het Centraal Bureau voor de Statistiek presenteert de eerste versie van de economische groeicijfers 45 dagen na afloop van een kwartaal, en voor sommigen zou dit wat aan de late kant kunnen zijn. De EICIE voorziet derhalve in een mogelijke behoefte om niet pas na afloop van een kwartaal te weten hoe de economie ervoor stond, maar juist al tijdens het lopende kwartaal. Het is de enige indicator op kwartaalbasis voor het Nederlandse bbp.

De EICIE is gebaseerd op een eenvoudig economisch tijdreeksmodel. De kwartaalgroei van het bruto binnenlands product (dit kwartaal tegenover hetzelfde kwartaal het jaar ervoor) wordt verklaard door het eigen verleden, maar vooral door voorspellingen van de kwartaalgroei van het aantal werkenden via Randstad. De eerste versie van het model was gepubliceerd in *ESB* (De Groot en Franses, 2005). Door de jaren heen heeft het model kleine aanpassingen ondergaan. Er is steeds gewerkt met de meest actuele gegevens, en per kwartaal zijn er dan ook twee of drie quotes van de EICIE.

Nu de EICIE 12,5 jaar bestaat, is het een goed moment om twee vragen te stellen. Hoe heeft de EICIE het in de afgelopen periode gedaan? En, kan de EICIE worden verbeterd, bijvoorbeeld door andere inputvariabelen en/of andere modellen en technieken te gebruiken?

Dit onderzoek is mogelijk gemaakt door de Goldschmeding Foundation

PRESTATIES VAN DE EICIE

We vergelijken de EICIE met drie verschillende quotes van het CBS voor bbp-groei. Dat zijn de zogeheten flashquote (na 45 dagen), de eerste quote (na 90 dagen) en de finale quote (na zo'n drie jaren). Figuur 1 geeft een vergelijking van de EICIE met de finale quotes weer.

Tabel 1 presenteert getalsmatig de verschillen tussen de EICIE- en de CBS-quotes. De gemiddelde voorspelfouten wijken iets af van 0, maar verschillen niet significant van 0. We zien dat de EICIE de CBS-quotes beter benadert naarmate de tijd vordert. De EICIE is minder goed om de flashquote te voorspellen, maar is behoorlijk goed in het voorspellen van de laatste quote. De absolute voorspelfout lijkt redelijk constant, hoewel de mediaan iets toeneemt. Figuur 1 laat zien dat de EICIE niet systematisch te hoog of te laag voorspelt, en dat de grootste misser plaatsvond in 2005 kwartaal 2 en in 2009 kwartaal 2. Al met al blijkt dat de EICIE goed presteert, en dat er niet echt grote verschillen zijn met de CBS-quotes.

De EICIE is de enige indicator op kwartaalbasis voor het Nederlandse bbp, en een vergelijking met andere indicatoren (zoals die bijvoorbeeld van het CPB, DNB en

Voorspelfouten EICIE

TABEL 1

| | | Gemiddelde | Mediaan |
|---------------|-----------------------|------------|---------|
| Flashquote | Voorspelfout | 0,418 | 0,3 |
| | Absolute voorspelfout | 1,036 | 0,8 |
| Eerste quote | Voorspelfout | 0,367 | 0,3 |
| | Absolute voorspelfout | 1,065 | 0,9 |
| Laatste quote | Voorspelfout | 0,100 | 0 |
| | Absolute voorspelfout | 1,074 | 1,0 |

IMF) kan alleen maar nadat de EICIE-quotes zijn vertaald naar jaargegevens. Dit resulteert in tien jaarlijkse quotes. Wanneer die worden vergeleken met andere indicatoren dan blijkt vooral die van het CPB beter te zijn. De belangrijkste oorzaak hiervan is dat de EICIE er voornamelijk in het begin van 2009 flink naast zat. Het is de moeite waard te bestuderen of de EICIE kan worden verbeterd.

ANDERE VARIABLEN

Een eerste onderzoek betreft de mogelijkheid of er variabelen zouden kunnen zijn, anders dan de werkenden bij Randstad, die een verklarend effect kunnen hebben op de huidige bbp-groei. Hiervoor zijn vele honderden variabelen bestudeerd. Veel ervan zijn zogeheten sentimentvariabelen, die via Google-trends en andere zoekalgoritmen zijn gevonden, en gerelateerd zijn aan zoektermen als 'inflatie' of 'op zoek naar een baan'. Daarnaast is voor al die variabelen ook de voorlooptijd bestudeerd – dat wil zeggen dat sommige variabelen slechts een paar maanden voorlopen op economische ontwikkelingen, andere meer dan een jaar.

Een belangrijke variabele blijkt het consumentenvertrouwen te zijn. Om deze te meten, is gebruikgemaakt van een nieuwe methode (Segers et al., 2017), waarbij een roterend panel is gebruikt. Deze nieuwe vertrouwensindex maakt het mogelijk om opeenvolgende waarnemingen statistisch met elkaar te vergelijken. Met de index als die van het CBS kan dat niet, omdat hiervoor maandelijks steeds nieuwe respondenten worden ondervraagd.

Al met al is de conclusie dat vooral sentimentvariabelen, vertrouwen van consumenten en producenten, ontwikkelingen in de wereldhandel en rentes in belangrijke mate de EICIE verbeteren. Het is zelfs zo dat de bijdrage van werkenden bij Randstad eigenlijk wegvalt.

ANDERE MODELLEN EN METHODEN

De oorspronkelijke EICIE was gebaseerd op een eenvoudig lineair foutcorrectiemodel. Een tweede onderzoek betreft dan ook de mogelijkheid of de prestaties van dit eenvoudige model wellicht kunnen worden verbeterd door gebruik te maken van *machine learning*. Hiervoor worden *support vector machines* (SVM), neurale netwerken en zogeheten *random-forest*-technieken bestudeerd. Deze ML-technieken maken het mogelijk om, als ze er zijn, willekeurig welke verbanden te vinden tussen de input- en outputvariabelen. Deze technieken zijn echt vooral behulpzaam om betere voorspellingen te leveren, en daar worden ze ook op beoordeeld. De verbanden die worden gevonden,

hebben vaak niet of nauwelijks een economische betekenis.

Uitgebreid testen op data van bbp-kwartaalgroei, die niet ook zijn gebruikt om de methoden op toe te passen, leert dat vooral de neurale netwerken een uitstekende prestatie leveren, en dat de prestaties van de andere twee methoden wat tegenvallen, in het onderhavige geval van bbp-kwartaalgroei in Nederland.

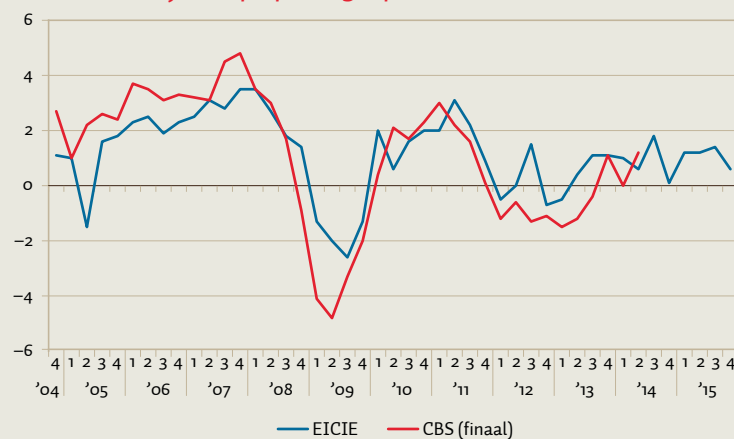
OP WEG NAAR EEN NOG BETERE EICIE

Wanneer de nieuwe variabelen en de nieuwe methoden met elkaar worden gecombineerd, dan ontstaat er een EICIE met een mediane absolute voorspelfout van rond de 0,5, zoals blijkt uit tabel 2.

Vergeleken met de scores in tabel 1 betekent een andere methode ruwweg een halvering van de voorspelfout. De originele EICIE lijkt dus vervangen te kunnen worden door een indicator waarin steeds nieuwe variabelen, met mogelijke variatie in voorlooptijden, worden betrokken, en waarbij gebruik wordt gemaakt van technieken aangaande het machinaal leren. Deze nieuwe EICIE wordt nu nog verder getest, maar de verwachting is dat de eerste quote zal worden gegeven gedurende het derde kwartaal van het huidige jaar.

De EICIE en de huidige bekende finale quotes van het CBS, 2004K4–2015K4

FIGUUR 1



Bron: CBS

LITERATUUR

- Glorie, K. P.H. Franses et al. (2017) Construction of a novel indicator for Dutch GDP using Machine Learning and Sentiment Analysis, ongepubliceerd manuscript.
- Groot, E.A. de, en P.H. Franses (2005) Een real time indicator van het bruto binnenlands product. ESB, 90(4450), 8.
- Segers, R., P.H. Franses en B. de Bruijn (2017) A novel approach to measuring consumer confidence. *Econometrics and Statistics*, te verschijnen.

Gemiddelde absolute voorspelfout in de test-steekproef **TABEL 2**

| | |
|---|-------|
| EICIE | 0,929 |
| EICIE met sentimentvariabelen | 0,648 |
| Random forest met sentimentvariabelen | 0,572 |
| Neuraal netwerk met sentimentvariabelen | 0,486 |

Bron: Glorie (2017)

In het kort

- ▶ De EICIE is een goede indicator voor bbp-kwartaalgroei gebleken, maar het kan beter.
- ▶ Sentimentvariabelen en machine learning-technieken liggen aan de basis van een nog betere indicator.

Voorspellers onderschatten cycliciteit economie

Een blik op de toekomst is belangrijk bij het nemen van beslissingen voor bedrijven, personen en de overheid. Ramingen van de economische ontwikkeling bieden zo'n blik, maar hoe goed zijn die ramingen eigenlijk?

BAS BUTLER

Econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB)

DORINTH VAN DIJK

Econoom bij DNB en promovendus aan de Universiteit van Amsterdam

AD STOKMAN

Onderzoeker bij DNB

Ramingen zijn onvermijdelijk omgeven met onzekerheid (Don, 2001). Eerder onderzoek van Kranendonk et al. (2009) leert ons dat de onderlinge verschillen in trefzekerheid tussen instanties voor de groei-ramingen van het bruto binnenlands product (bbp) klein zijn. Dit artikel bevat een uitgebreidere evaluatie van de trefzekerheid van gepubliceerde kortetermijnramingen voor de Nederlandse economie. Nieuw is dat we naast de bbp-groei ook kijken naar onderliggende componenten, en de voorspelfouten relateren aan de stand van de conjunctuur. Daarnaast zoeken we naar verklaringen voor variaties in voorspellingskwaliteit. Zo gaan we na of de voorspelfouten bij het bbp verband houden met de openheid van een economie, en relateren we deze aan onzekerheid zoals financiële stress en gedragsfactoren zoals vertrouwen.

TREFZEKERHEIDSANALYSE

Onze trefzekerheidsanalyse breidt de analyse van Kranendonk et al. (2009) van 1998–2007 uit met de periode 2008–2015. We berekenen de trefzekerheid van de ramingen van acht macro-economische kernvariabelen (bbp, particuliere consumptie, bedrijfsinvesteringen, import, export, relevante wereldhandel, werkloosheid en de geharmoniseerde prijsindex) voor het lopende en komende jaar. Iedere variabele wordt vier keer geraamd, in juni en december van het voorgaande jaar, en in juni en december van het jaar zelf. De trefzekerheid wordt afgemeten aan het absolute verschil tussen de voorspelling en de definitieve

realisatiecijfers van het CBS voor acht instanties over het tijdvak 1998–2015. De acht bronnen zijn ABN Amro, Consensus Economics, CPB, DNB, Europese Commissie, ING, OESO en Rabobank. Verder gebruiken we een 'naïeve' raming als benchmark, waarbij de voorspelling voor het lopende en komende jaar gelijk is aan de meest recente realisatiecijfers in het voorafgaande jaar.

Omdat de verschillen tussen de voorspellende instanties relatief klein zijn, richten we ons in dit artikel op de trefzekerheid van het gemiddelde van de acht instanties per ramingsronde. Alleen DNB wordt afzonderlijk getoond. Als maatstaf voor de spreiding van de absolute voorspelfout laten we de trefzekerheid zien van de instantie met de hoogste en die met de laagste voorspelfout per ramingsronde. Het onderliggende databestand bevat uitsluitend openbare informatie en is bij de auteurs opvraagbaar.

Economische groei

Tabel 1 geeft een overzicht van de trefzekerheid van ramingen voor acht macroeconomische grootheden, waaronder de economische groei. Zoals verwacht neemt de gemiddelde absolute voorspelfout toe naarmate de voorspelling verder in de toekomst ligt. Voorspellen voor december van het lopende jaar is eenvoudiger dan voor juni van het komende jaar, aangezien er in het eerste geval meer informatie beschikbaar is. Zo loopt de gemiddelde absolute voorspelfout van alle instanties op van 0,56 procentpunt voor het lopende jaar in december tot 1,61 procentpunt voor het komende jaar in juni.

De gevonden voorspelfouten voor juni van het komende jaar zijn iets groter dan die gerapporteerd door Kranendonk et al. (2009), die voor alle instanties gemiddeld een voorspelfout van 1,4 procentpunt vonden. Dit is toe te schrijven aan de crisis. Wanneer het sterk afwijkende crisisjaar 2009 niet wordt meegenomen in de analyse, daalt de gemiddelde absolute voorspelfout voor juni van het komende jaar naar 1,4 procentpunt.

In lijn met eerdere bevindingen vinden we relatief kleine verschillen in trefzekerheid voor de bbp-groei tussen de onderzochte instanties. Over het algemeen verschilt de gemiddelde absolute voorspelfout tussen de instantie met de hoogste en de laagste voorspelfout niet meer dan 0,2 procentpunt.

Absolute voorspelfouten

TABEL 1

| | Lopend jaar | | Komend jaar | |
|---|-------------|------|-------------|------|
| | december | juni | december | juni |
| Bbp-groei (procentpunt) | | | | |
| DNB | 0,54 | 0,89 | 1,15 | 1,63 |
| Hoogste | 0,64 | 0,96 | 1,26 | 1,68 |
| Gemiddeld (8) | 0,56 | 0,83 | 1,12 | 1,61 |
| Laagste | 0,52 | 0,78 | 0,97 | 1,52 |
| Naïeve raming | 1,59 | 1,59 | 2,25 | 2,25 |
| Particuliere consumptie (procentpunt) | | | | |
| DNB | 0,45 | 1,05 | 1,18 | 1,73 |
| Hoogste | 0,48 | 1,14 | 1,35 | 1,91 |
| Laagste | 0,39 | 0,80 | 1,16 | 1,58 |
| Gemiddeld (8) | 0,45 | 0,93 | 1,24 | 1,69 |
| Naïeve raming | 1,35 | 1,35 | 1,67 | 1,67 |
| Bedrijfsinvesteringen (procentpunt) | | | | |
| DNB | 2,83 | 2,98 | 3,54 | 4,59 |
| Hoogste | 2,83 | 3,54 | 4,11 | 5,34 |
| Laagste | 2,55 | 2,98 | 3,21 | 4,59 |
| Gemiddeld (3) | 2,73 | 3,28 | 3,62 | 5,06 |
| Naïeve raming | 6,98 | 6,98 | 8,42 | 8,42 |
| Invoer goederen en diensten (procentpunt)¹ | | | | |
| DNB | 1,22 | 1,96 | 2,56 | 3,28 |
| Hoogste | 1,33 | 2,21 | 3,00 | 4,12 |
| Laagste | 1,12 | 1,83 | 2,56 | 3,28 |
| Gemiddeld (4) | 1,21 | 2,01 | 2,73 | 3,57 |
| Naïeve raming | 3,97 | 3,97 | 5,57 | 5,57 |
| Uitvoer goederen en diensten (procentpunt)¹ | | | | |
| DNB | 1,03 | 2,07 | 2,66 | 3,52 |
| Hoogste | 1,29 | 2,28 | 2,93 | 3,79 |
| Laagste | 1,00 | 1,87 | 2,61 | 3,50 |
| Gemiddeld (4) | 1,09 | 2,07 | 2,74 | 3,59 |
| Naïeve raming | 4,20 | 4,20 | 5,69 | 5,69 |
| Relevante wereldhandel (procentpunt)¹ | | | | |
| DNB | 0,84 | 1,52 | 2,71 | 4,04 |
| Hoogste | 0,84 | 1,77 | 2,80 | 4,58 |
| Laagste | 0,55 | 1,50 | 2,64 | 4,04 |
| Gemiddeld (3) | 0,73 | 1,60 | 2,72 | 4,23 |
| Naïeve raming | 5,27 | 6,27 | 7,27 | 8,27 |
| Werkloosheidsvoet (procent beroepsbevolking)¹ | | | | |
| DNB | 0,24 | 0,17 | 0,41 | 0,72 |
| Hoogste | 0,36 | 0,30 | 0,61 | 0,91 |
| Laagste | 0,12 | 0,17 | 0,41 | 0,67 |
| Gemiddeld (4) | 0,24 | 0,25 | 0,50 | 0,78 |
| Naïeve raming | 0,64 | 0,64 | 1,11 | 1,11 |
| Geharmoniseerde prijsindex (procentpunt)² | | | | |
| DNB | 0,04 | 0,22 | 0,50 | 0,73 |
| Hoogste | 0,26 | 0,35 | 0,58 | 1,20 |
| Laagste | 0,04 | 0,16 | 0,37 | 0,54 |
| Gemiddeld (8) | 0,16 | 0,25 | 0,49 | 0,76 |
| Naïeve raming | 0,76 | 0,76 | 1,24 | 1,24 |

Noot: Het getal tussen haakjes geeft het aantal instanties aan waarover het gemiddelde is berekend; ¹ = vanaf 2002, ² = vanaf 2003

Verder blijkt dat elke instantie de naïeve raming ruimschoots verslaat. Naarmate de voorspelling verder in de toekomst ligt, neemt de meerwaarde van de ramingsinstanties echter af ten opzichte van de naïeve raming. Waar de gemiddelde absolute voorspelfout van de naïeve raming voor december van het lopende jaar drie keer zo groot is als van de ramingsinstanties, is de voorspelfout van de naïeve raming voor juni van het komende jaar nog maar veertig procent hoger dan het gemiddelde van alle instanties.

Overige economische grootheden

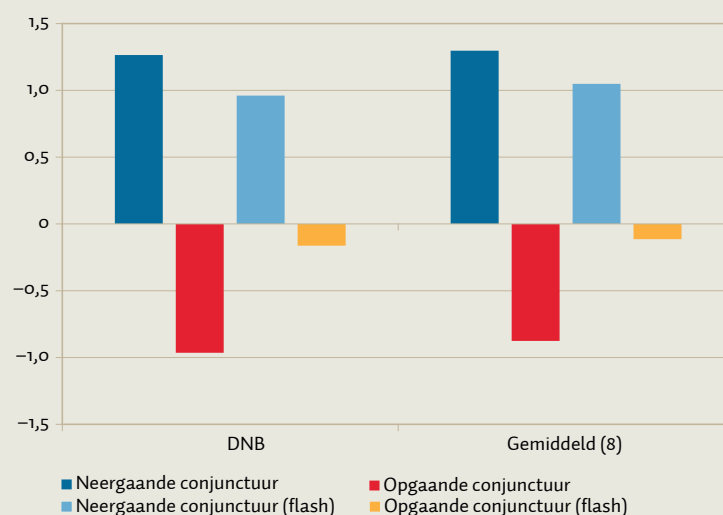
In het onderzoek hebben we ook de trefzekerheid van de ramingen voor de groei van de bestedingscomponenten, de wereldhandelsgroei, het werkloosheidspercentage en de inflatie geanalyseerd. We beschrijven slechts de belangrijkste kwalitatieve bevindingen.

Van de onderdelen van het bbp zijn de bedrijfsinvesteringen het moeilijkst te ramen. De naar verhouding lage trefzekerheid houdt verband met de relatief grote variatie in de ontwikkeling van deze bestedingscomponent: de standaardafwijking van de bedrijfsinvesteringen is ruim drie keer zo groot als van het bbp in de beschouwde periode. De trefzekerheid van de particuliere consumptie is vergelijkbaar met die van het bbp.

De invoer en de uitvoer houden qua trefzekerheid en variatie het midden tussen de particuliere consumptie en de bedrijfsinvesteringen. Een belangrijke determinant van de export is de relevante wereldhandel. Deze laat zich niet eenvoudig voorspellen. De gemiddelde absolute voorspelfout is relatief omvangrijk, en loopt sterk op naarmate de voorspelhorizon langer wordt. Door het open karakter van de Nederlandse economie hangt de trefzekerheid van kernvariabelen nauw samen met de kwaliteit van de ramingen voor de relevante wereldhandel. Ter illustratie hiervan is voor DNB een alternatieve voorspelling van het bbp berekend, waarin de realisatiecijfers van de relevante wereld-

Voorspelfout van bbp-groei van december van het komende jaar

FIGUUR 1



Noot: Gemiddelde is van de ramingen van ABN Amro, Consensus Economics, CPB, DNB, Europese Commissie, ING, OESO en Rabobank

Voorspelfouten van het bbp verklaard

TABEL 2

| | Voorspelfout bbp van de decemberraming uit het voorgaand jaar | | | | |
|--------------------------------|---|----------|---------|--------------------|---------|
| | Gemiddelde voor alle instanties voor 1998-2015 | | | DNB voor 1990-2015 | |
| Δ Consumentenvertrouwen | -0,03* | -0,05*** | | -0,03* | -0,03** |
| Financiële stressindicator DNB | 1,28** | | 1,82*** | 1,27** | 1,18** |
| Voorspelfout vorig jaar | | | | 0,02 | |
| Adj. R ² | 0,55 | 0,39 | 0,47 | 0,52 | 0,54 |
| N | 18 | 18 | 18 | 17 | 26 |

*/**/*** Significant op respectievelijk tien-, vijf- en eenprocentniveau

Voorspellen in open economie niet moeilijker

KADER 1

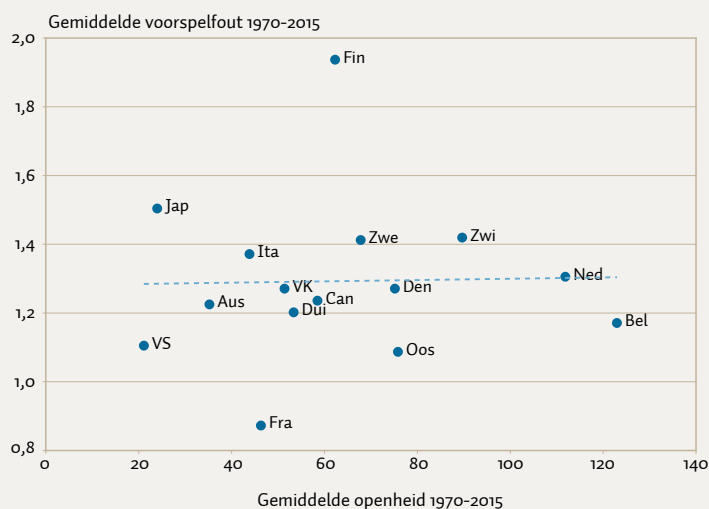
De leidende gedachte is dat voorspellen voor een open economie moeilijker is dan voor een gesloten economie. Openheid gaat volgens deze redenering gepaard met hogere volatiliteit van de bbp-groei, als gevolg van toegenomen kwetsbaarheid voor de internationale conjunctuur. Aan de andere kant kan openheid ook zorgen voor geringere kwetsbaarheid voor binnenlandse conjunctuurcycli en daarmee lagere volatiliteit. Empirisch is er geen consensus over het verband tussen de openheid van een economie en de voorspelkwaliteit. Zo vindt Pons (2000) voor voorspellingen van een jaar vooruit voor de G7-landen in 1973-1995 geen relatie. Voor een grotere groep landen suggereert een studie van de OESO (2014) in 2008-2009 een negatief verband tussen de openheid en trefzekerheid. Dit resultaat lijkt evenwel te worden vertekend door een uitbijter.

Tegen deze achtergrond hebben wij voor een relatief lange steekproefperiode (1970-2015) de trefzekerheid

van de bbp-ramingen van de OESO voor vijftien ontwikkelde economieën afgezet tegen de openheid van een economie. De trefzekerheid is afgemeten aan de gemiddelde absolute voorspelfout voor ramingen uit december voor het komende jaar. De openheid is gemeten als de som van de import en export van een economie als percentage van het bbp. Figuur 2 toont veel variatie in voorspelkwaliteit, maar weinig samenhang met de maatstaf voor openheid. Zo is voor de meest gesloten economie, die van de VS, de absolute voorspelfout nagenoeg even groot als voor de meest open economie, te weten België. Dit resultaat verandert nauwelijks als we andere deelperiodes beschouwen, zoals de periode na de tweede oliecrisis (1985-2015) of de periode voorafgaand aan de financiële crisis (1970-2007). Ook blijft de correlatie laag als openheid wordt beschouwd vanuit het perspectief van grensoverschrijdende financiële relaties zoals directe investeringen.

Openheid en trefzekerheid groeiraming

FIGUUR 2



handel als bekend worden verondersteld. De gemiddelde absolute voorspelfout van DNB voor de bbp-groei voor het komende jaar in juni neemt hierdoor substantieel af, van 1,6 procentpunt tot 0,8 procentpunt. Dit betekent evenwel niet dat voorspellen bij een open economie moeilijker is dan bij een meer gesloten economie (kader 1).

De gemiddelde absolute voorspelfouten van de werkloosheidsvoet en de inflatie zijn relatief klein. De verklaring hiervoor moet gezocht worden in de relatief lage variatie in de ontwikkeling van beide variabelen, die ongeveer de helft van de variatie in de ontwikkeling van de bbp-groei bedraagt.

Net als bij de bbp-groei, zijn ook de verschillen in trefzekerheid van de zojuist genoemde grootheden beperkt.

ROL CONJUNCTUUR

Economische golfbewegingen blijken een belangrijke bron van onzekerheid. Zo laten Konchitchki en Patatoukas (2016) zien dat de variatie in voorspelfouten van ramingen voor de bbp-groei in de VS systematisch samenhangt met de stand van de conjunctuur. De ramingen zijn gemiddeld genomen te optimistisch in de neergaande fase van de conjunctuur, en te pessimistisch in de opgaande fase. Dit betekent dat op- en neerwaartse bewegingen van de economie over het algemeen onderschat worden.

Voorspelfouten beïnvloed door de conjunctuur

Voor ramingen van de Nederlandse bbp-groei van alle instanties vinden we eveneens bewijs dat de trefzekerheid samenhangt met de conjunctuur. Figuur 1 bevat de gemiddelde voorspelfout, uitgesplitst naar de neergaande en opgaande fase van de conjunctuur. Gemiddeld is de bbp-groei in de neergaande fase *overschat* met 1,3 procentpunt, en in de opgaande fase is de bbp-groei gemiddeld *onderschat* met 0,9 procentpunt. Dit heeft niet alleen te maken met het niet goed timen van omslagpunten in de conjunctuur, maar de voorspelfouten zijn nagenoeg altijd negatief (positief) tijdens een opgaande (neergaande) conjunctuur. De amplitude van de conjunctuurcyclus wordt dus onderschat.

Oorzaken voor onderschatten cycliciteit

Er zijn twee belangrijke oorzaken voor het onderschatten van de cyclische component in de voorspelfout. Een is statistisch van aard, de andere heeft een economische oorsprong.

Een belangrijke bijdrage aan de onderschatting tijdens een opgaande conjunctuur komt van de bijstellingen van de Nationale Rekeningen in de beschouwde periode. Het CBS publiceert achtereenvolgens vijf realisatiecijfers van de bbp-groei, waarbij het eerste jaarcijfer (flash) 45 dagen na afloop van het vierde kwartaal wordt gepubliceerd, en het definitieve cijfer tweeënhalve jaar later uitkomt. Gemiddeld heeft het CBS de bbp-groei in de periode 2000-2015 opwaarts bijgesteld met 0,2 procentpunt. Omdat voorspellers voor de meest recente informatie afhankelijk zijn van de flash, draagt een te lage inschatting van de flash bij aan een onderschatting van de bbp-groei. De gemiddelde opwaartse bijstelling van 0,2 procentpunt maskeert echter dat in een opgaande conjunctuur de bbp-groei opwaarts is bijgesteld met gemiddeld 0,5 procentpunt, terwijl in een neergaande conjunctuur de flash min of meer gelijk is aan het defini-

tieve cijfer. Als de ramingen tegen de flash worden afgezet, is er nagenoeg geen sprake meer van onderschatting bij een opgaande conjunctuur, terwijl de overschatting tijdens een neergaande conjunctuur relatief sterk blijft (zie figuur 1).

De overschatting in de neergaande fase hangt mogelijk samen met de relatief grote en lastig in te schatten onzekerheid in die fase van de cyclus. Zo laten Bloom et al. (2012) zien dat de neergang van de conjunctuur mede wordt veroorzaakt door de toenemende onzekerheid. Een andere veelgenoemde reden is het onvolkomen modelleren van vertrouwensinvloeden (DNB, 2014). Als we voor de acht beschouwde instanties de gemiddelde voorspelfouten voor het bbp tussen 1998 en 2015 relateren aan de financiële stressindicator van DNB en aan veranderingen in het consumentenvertrouwen, vinden we een sterke samenhang (zie tabel 2). Hierbij past wel de kanttekening dat het aantal observaties beperkt is. De resultaten zijn robuust voor het weglaten van de stressindicator of het consumentenvertrouwen, en voor de toevoeging van de vertraagde voorspelfout. Ook als we de regressie herhalen met DNB-ramingen vanaf 1990 vinden we een significante negatieve relatie tussen de voorspelfout en veranderingen in het consumentenvertrouwen en een significante positieve relatie tussen financiële stress en de voorspelfout. Al met al suggereert dit dat het onvolkomen modelleren van onzekerheid en/of vertrouwensindicatoren een onderliggende bron is voor het overschatten van de bbp-groei.

Verder blijkt – in lijn met de resultaten van Bloom et al. – dat de *Granger-causaliteit* voor DNB vanaf 1990 loopt van veranderingen in consumentenvertrouwen en de financiële stressindicator naar de voorspelfout. Met andere woorden, als we rekening houden met informatie over consumentenvertrouwen en financiële stress van het jaar *waarin* de raming wordt gemaakt, kan dit de trefzekerheid vergroten.

Bij de resultaten is het belangrijk om op te merken dat de gebruikte voorspellingen gebaseerd zijn op modellen die destijds werden gebruikt. Het kan zijn dat bij huidige voorspellingen gedragsfactoren wel worden meegenomen. Het consumentenvertrouwen wordt bijvoorbeeld door DNB vanaf december 2014 expliciet meegenomen in de voorspellingen van de consumptie en de huizenmarkt (DNB, 2014).

CONCLUSIE

De voorspelfouten van de kortetermijnramingen voor de Nederlandse economie van alle acht beschouwde instanties zijn aanzienlijk. De onderlinge verschillen tussen de instanties voor ramingen van de bbp-groei en de andere componenten zijn relatief klein. Dit is in internationaal perspectief in lijn met evaluaties door de ECB (2013), de

OESO (2014) en de Federal Reserve Board (2017) van de macro-economische voorspelkwaliteit.

Uit onze analyse komt naar voren dat de cycliciteit van de Nederlandse economie door alle instanties wordt onderschat. De ramingen van de bbp-groei zijn gemiddeld genomen van elke instantie te optimistisch in de neergaande fase van de conjunctuur en te pessimistisch in de opgaande fase. De onderschatting tijdens een opgaande fase komt grotendeels door de opwaartse bijstellingen van de (flash-)ramingen van het CBS. Deze zijn in de beschouwde periode vooral opwaarts tijdens een opgaande conjunctuur. Daarnaast zou het niet toereikend modelleren van onzekerheid en/of vertrouwensfactoren een oorzaak kunnen zijn voor het onderschatten van de conjunctuurbeweging.

LITERATUUR

- Bloom, N., M. Floetotto, N. Jaimovich et al. (2012) *Really uncertain business cycles*. NBER Working Paper, 18245.
- DNB (2014) *Economische ontwikkelingen en vooruitzichten*, nr. 8; p. 17, box 1.
- Don, F. (2001) *Forecasting in macroeconomics: a practitioner's view*. *De Economist*, 149(2), 155–175.
- ECB (2013) *An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections*. *ECB Monthly Bulletin*, mei, 71–84.
- Federal Reserve Board (2017) *Gauging the uncertainty of the economic outlook using historical forecasting errors: the Federal Reserve's Approach*. Finance and Economics Discussion Series, 2017-020.
- Konchitchki, Y. en P. Patatoukas (2016) *Accounting information and turning points in the business cycle*. Working paper, University of California.
- Kranendonk, H., J. de Jong en J.P. Verbruggen (2009) *Trefzekerheid CPB-prognoses 1971–2007*. CPB Document, 178.
- OESO (2014) *OECD forecasts during and after the financial crisis: a post mortem*. OECD Economic Policy Note, 23; p. 4, figuur 2.
- Pons, J. (2000) *The accuracy of IMF and OECD forecasts for G7 countries*. *Journal of Forecasting*, 19, 53–63.

In het kort

- ▶ Voorspellingen met een economisch model zijn beter dan een naïeve raming die gelijk is aan de laatste realisatie.
- ▶ Geen van de ramingsinstanties doet het systematisch beter dan de anderen.
- ▶ Ramingen onderschatten de groei in een opgaande conjunctuur en overschatten de groei in een neergaande conjunctuur.

SZW Wetenschapsdag

Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 9 oktober 2017



Voor beleidsmakers zijn de nieuwste inzichten uit onderzoek vaak niet toegankelijk en, met name voor jonge onderzoekers, is het lastig om in contact te komen met de relevante beleidsmakers. Het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid legde daarom een register aan van alle voor hen relevante promovendi en organiseerde een dag met presentaties van dertig promovendi. We lichten er twee uit.



Sociale zekerheid heeft geen magneetwerking op intra-EU migratie

PETRA DE JONG

*Promovendus bij het Nederlands Interdisciplinair
Demografisch Instituut (NIDI)*

In het Mobile Welfare-project onderzoeken we de rol van sociale voorzieningen in het land van herkomst en bestemming in intra-Europese migratiebeslissingen. Het debat rond het gebruik van sociale voorzieningen door migranten wordt vaak gedomineerd door het idee dat migranten aangetrokken worden door aantrekkelijke verzorgingsstaatarrangementen in het land van bestemming. Daarbij wordt over het hoofd gezien dat toegang tot sociale voorzieningen sterk samenhangt met leeftijd, gezinsamenstelling en arbeidsverleden. Variatie in de compositie van migratiestromen met betrekking tot deze karakteristieken is duidelijk zicht-

baar: uit Zuid- en Oost-Europa zagen we in 2013 bijvoorbeeld voornamelijk jonge mensen in de werkleeftijden naar Nederland migreren, terwijl migratiestromen vanuit België en het Verenigd Koninkrijk gekenmerkt werden door een relatief groter aandeel gezinnen en ouderen (figuur 1). Dergelijke informatie geeft een eerste inzicht in welke sociale voorzieningen relevant zullen zijn voor immigranten na migratie. In analyses op basis van economische modellen voor migratiestromen tussen 25 Europese landen blijkt met name de leeftijd van individuen op het moment van migratie van belang. Onze resultaten laten zien dat de invloed van factoren zoals afstand, economie en sociale zekerheid op migratiebeslissingen verschilt voor mensen in verschillende levensfasen. In onze studie vinden we geen duidelijk bewijs voor een 'magneetwerking' van sociale zekerheid. Ook kwalitatieve



SZW PROMOVENDIREGISTER
<http://bit.ly/2htoYtL>

Papa een carrière en mama een baantje?

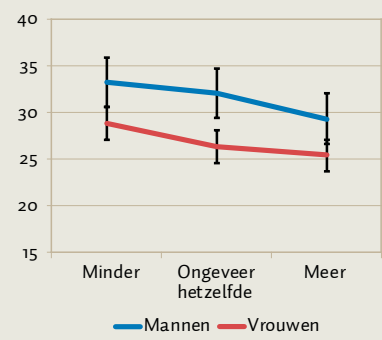
Nederland is het enige land op aarde waar het anderhalfverdienersmodel zo wijdverspreid is: bij 58 procent van de heteroseksuele paren werkt de man voltijd en de vrouw in deeltijd. We weten echter niet of deze genderstereotiepe rolverdeling komt door genderverschillen in voorkeuren (mannen willen graag voltijd werken en vrouwen willen graag deeltijd werken) of door de economische realiteit (vrouwen verdienen minder dan mannen, en dus is het logisch dat zij minder gaan werken). Wij onderzoeken dit met een vignette-experiment, waarin we werknemers vragen zich in te beelden dat zij en hun partner een kind krijgen, en we ze verschillende inkomensituaties voorleggen. Vervolgens geven ze aan hoeveel uur ze willen dat zijzelf en hun partner werken in die situatie. Zowel de economische realiteit als genderverschillen in voorkeuren lijken een rol te spelen: toekomstige ouders willen minder werken wanneer hun partner meer verdient dan zichzelf. Maar we zien ook dat mannen altijd meer willen werken dan vrouwen (mannen 29 à 33 uur, vrouwen 25 à 29 uur), en nooit willen dat hun vrouw meer uren werkt dan zichzelf – zelfs niet wanneer zij meer verdient. Vrouwen lijken nog sterkere genderstereotiepe voorkeuren te

LEONIE VAN BRESCHOTEN
 Promovendus aan de Universiteit Utrecht

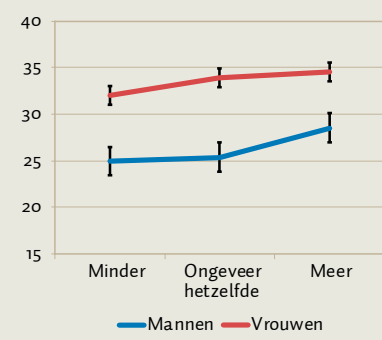
hebben dan mannen: zij willen altijd dat hun partner meer werkt dan zichzelf, en ze willen zelfs dat mannen meer uren werken dan mannen zelf willen. Maar wat is ‘willen’? In de sociale wetenschappen gaan we ervan uit dat genderverschillen in voorkeuren (op z’n minst deels) een sociale constructie zijn. Met andere woorden: mannen en vrouwen willen andere dingen omdat ze hun hele leven geleerd hebben dat ze zich anders horen te gedragen – denk bijvoorbeeld aan de roze stofzuigertjes die meisjes krijgen en de blauwe gereedschapskistjes die jongetjes krijgen. Des te opvallender is het daarom dat een substantieel deel van de mannen afwijkt van de hun toegekende rol van hoofdkostwinnaar en aangeeft minder te willen werken. Dit pleit voor het creëren van meer mogelijkheden voor mannen om minder te werken en meer te zorgen.

Katia Begall heeft bijgedragen aan het onderliggende onderzoek en aan een research paper wordt momenteel gewerkt.

Gewenste eigen werkuren

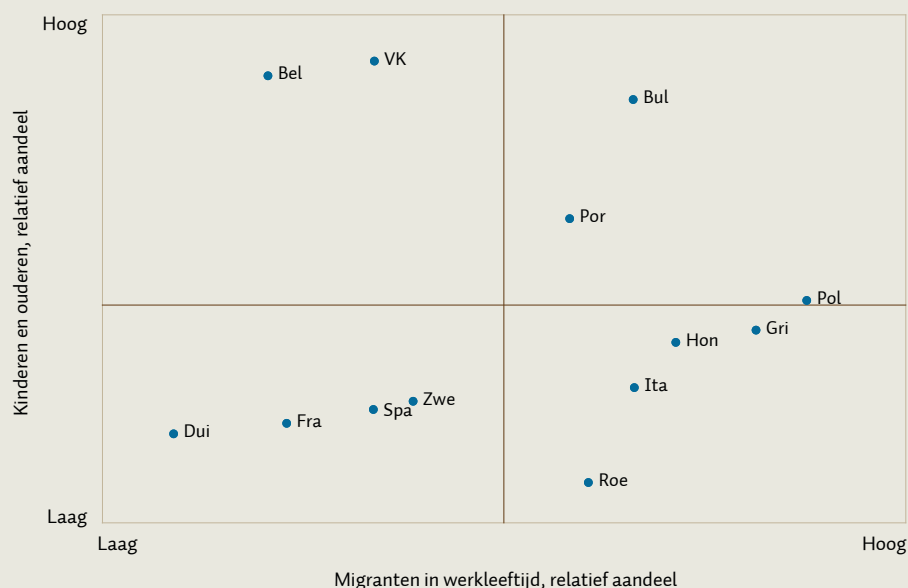


Gewenste werkuren partner

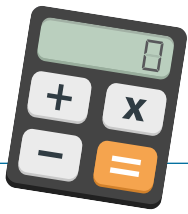


interviews met migranten in Nederland laten zien dat migratiebeslissingen binnen de EU doorgaans niet genomen worden met verwachtingen voor de lange termijn. Vooral voor jonge individuen zonder relatie of gezin blijkt de beslissing om te migreren relatief vrijblijvend. De opties om in Nederland te blijven, terug te keren of ergens anders heen te gaan worden na migratie herhaaldelijk heroverwogen. Belangrijke levensgebeurtenissen, zoals het stichten van een gezin of juist het verbreken van een relatie, het zoeken van een baan na het afronden van een opleiding of het aflopen van een arbeidscontract, spelen hierbij een belangrijke rol. Welke factoren migratiebeslissingen beïnvloeden, varieert daarom sterk over de levensloop. Dit is zeker het geval voor personen in verschillende levensfasen, zoals sociale zekerheid.

Samenstelling migratiestromen van en naar Nederland, 2013



Noot: Aandelen kinderen en ouderen en migranten in werkleeftijd zijn factoren uit een principale componentenanalyse



Statistiek

Miljoenennota: van privatisering naar toezicht

GOVERNANCE

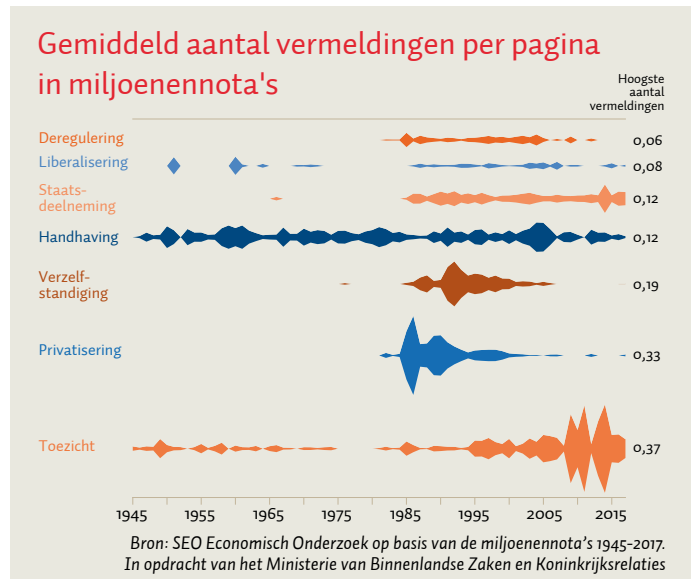
Vanaf de jaren tachtig van de vorige eeuw privatiseert en verzelfstandigt de overheid er lustig op los. Het in 2012 aan dit onderwerp gewijde parlementair onderzoek inventariseerde 208 verzelfstandigingen en 63 privatiseringen tussen 1989 en 2010. In de figuur is dit proces in beeld gebracht door een telling van met dit onderwerp samenhangende termen in de miljoenennota's. De golf aan privatiseringen, deregulering en verzelfstandiging in de jaren tachtig en negentig keert namelijk ook terug in het toenemend gebruik van deze termen in de miljoenennota's.

Allereerst valt op dat een golf van het gebruik van het woord *privatisering* (1985–1990) wordt opgevolgd door een golf van het gebruik van de term *verzelfstandiging* (1990–1995). Het woord *privatisering*, of afgeleiden daarvan, staat in de miljoenennota van 1986 gemiddeld eens per drie pagina's vermeld. In 1992 staat *verzelfstandiging* gemiddeld eens per vijf pagina's vermeld. Midden jaren tachtig werd onder begeleiding van de Interdepartementale Begeleidingscommissie Privatisering (IBP) veelal het besluit genomen om overheidsorganisaties op termijn te privatiseren. Daarna volgt begin jaren negentig een periode van verzelfstandiging alvorens de eventuele privatisering werd voltooid. Zo werd de PTT, nadat in 1986 was besloten tot privatisering in 1989, verzelfstandigd als KPN met de staat als enige aandeelhouder. In 1994 ging KPN naar de beurs en werd zo volledig geprivatiseerd. In de jaren negentig werd er daarnaast een dereguleringsoperatie gestart met de werkgroepen Marktwerking, Deregulering en Wetgevingskwaliteit.

Na de privatiserings- en verzelfstandigingsgolven volgt een derde golf vanaf 1995: de toezichtsgolf. De overheid trekt zich terug door te verzelfstandigen en privatiseren maar blijft tegelijkertijd publieke belangen

(re)reguleren en houdt de vinger aan de pols vanuit haar rol als toezichthouder. Naast het toegenomen belang van toezicht in een meer marktgeoriënteerde samenleving is ook de nasleep van de bankencrisis in 2009 duidelijk zichtbaar. Het toezicht op de financiële sector werd tussen 2009 en 2014 uitvoerig besproken in de miljoenennota's.

• **WARD ROUGOOR EN VALENTIJN VAN SPIJKER** (SEO ECONOMISCH ONDERZOEK)



Groei bruto binnenlands product verschilt per sector

GROEI & CONJUNCTUUR

De afgelopen jaren trekt de Nederlandse economie sterk aan, en dit jaar verwacht het CPB een bbp-groei van meer dan drie procent. De groei is met name toe te schrijven aan zowel de binnenlandse bestedingen – consumptie en investeringen – als de uitvoer. Om te laten zien welke sectoren het sterkst groeien, en welke sectoren het meest krompen in de jaren daarvoor, toont de figuur hoe de toegevoegde waarde zich in alle Nederlandse sectoren heeft ontwikkeld sinds 2008.

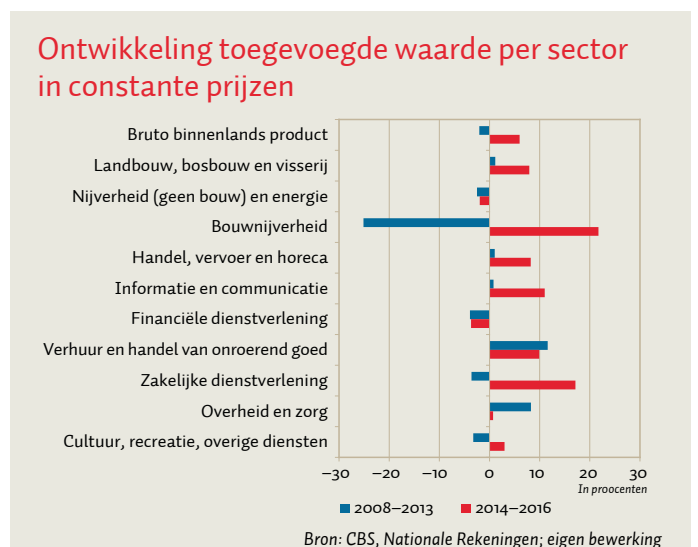
Er is geen concreet omslagpunt geweest in de crisis, maar het bbp begon op jaarbasis weer te groeien in 2014. De figuur maakt daarom onderscheid tussen de periodes 2008–2013 en 2014–2016.

Het conjunctuurpatroon wijkt in de meeste sectoren af van het bbp als geheel. Sommige sectoren groeiden in beide periodes, bijvoorbeeld de landbouw en de ICT. Voor de financiële sector, en nijverheid & energie geldt het omgekeerde: zowel tijdens de crisis als tijdens de herstelperiode daalde daar de toegevoegde waarde. Dat suggereert dat er, naast de binnenlandse conjunctuur, andere factoren zijn die een belangrijke invloed hebben op de economische ontwikkeling van deze sectoren. Mogelijke verklaringen zijn bijvoorbeeld technologische veranderingen of veranderingen in de vraag vanuit het buitenland.

Ook laat de grafiek zien dat de conjunctuurgevoeligheid per sector sterk verschilt. De bouwnijverheid is verreweg het meest conjunctuurgevoelig. In de jaren 2008–2013 kromp de toegevoegde waarde daar met 25 procent, en in de drie jaar daarna was er een groei van meer dan 20 procent. Andere sectoren kennen een relatief stabiel patroon van groei en krimp.

Het groeipatroon van de publieke sector wijkt af van de marktsectoren. De sector overheid en zorg, inclusief onderwijs, groeide juist in de jaren 2008–2013. Op basis van onderliggende cijfers blijkt dat met name de zorgsector relatief sterke groei kende. Nu er de afgelopen jaren bij veel sectoren groei te zien is, is de groei van de toegevoegde waarde van de sector overheid en zorg slechts beperkt.

• **WOUTER HOGERVORST** (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

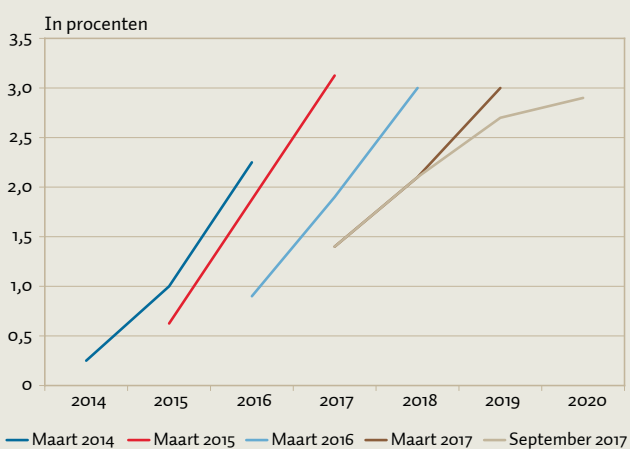


Amerikaanse renteverwachting herhaaldelijk bijgesteld

MONETAIR

De *Federal Reserve* (Fed), de centrale bank van de Verenigde Staten, brengt vier keer per jaar een puntenwolk naar buiten. Deze *dot plots* van de Fed laten zien hoe de leden van het bestuur het toekomstige verloop van de beleidsrente van de Fed inschatten. Financieel analisten wereldwijd gebruiken deze puntenwolken om een idee te krijgen van het monetaire beleid van de Fed in de komende jaren.

De renteverwachting van het Fed-bestuur



Bron: Federal Reserve

De afgelopen jaren stelde het bestuur zijn renteverwachting steeds weer naar beneden bij: de verwachte stijging van de beleidsrente werd iedere bijeenkomst weer vooruit geschoven omdat de inflatie tegenviel. Recent lijkt er aan dit vooruitschuiven een voorzichtig einde te zijn gekomen.

Dit is te zien in de figuur die de mediane schattingen voor de komende twee jaar weergeeft van de maart-bijeenkomsten in de periode 2014–2017 en van de meest recente bijeenkomst van september 2017. Als de renteverwachtingen niet veranderen, overlappen de schattingen deels. Maar als de renteverwachting naar beneden wordt bijgesteld, schuiven de curves naar rechts op.

Met haar rentebeleid streeft de Fed twee doelen na: volledige werkgelegenheid en stabiele prijzen. Het lijkt erop dat het bereiken van die doelen een toekomstige renteverhoging inhoudt en dat het bijstellen van de renteverwachtingen niet meer nodig is. Met het officiële werkloosheidspercentage van 4,4 procent in augustus zit het wel goed. Alleen de inflatie, in augustus 2017 op 1,3 procent, wil nog niet meewerken. Tegenvallende cijfers op dit gebied zouden er zomaar voor kunnen zorgen dat de grafiek voor maart 2018 ten opzichte van die van maart 2017 toch weer een stukje verder naar rechts zal opschuiven.

Ook heeft het Fed-bestuur de langetermijnverwachting voor de beleidsrente fors naar beneden bijgesteld (niet in de figuur). In maart 2014 was deze nog 4 procent, terwijl de verwachting in september 2017 neerwaarts was bijgesteld tot 2,8 procent. ■ **DOUWE KINGMA** (CPB)

Jong en oud vaak financieel kwetsbaar

SOCIALE ZEKERHEID

Bijna 1 miljoen mannen en 1,8 miljoen vrouwen van 20 tot 65 jaar waren in 2016 niet economisch zelfstandig, oftewel, ze waren financieel kwetsbaar. Dit houdt in dat ze niet werkten of met werken minder verdienden dan het netto-bijstandsniveau van een alleenstaande (11.260 euro in 2016). Scholieren en studenten zijn hierbij buiten beschouwing gelaten.

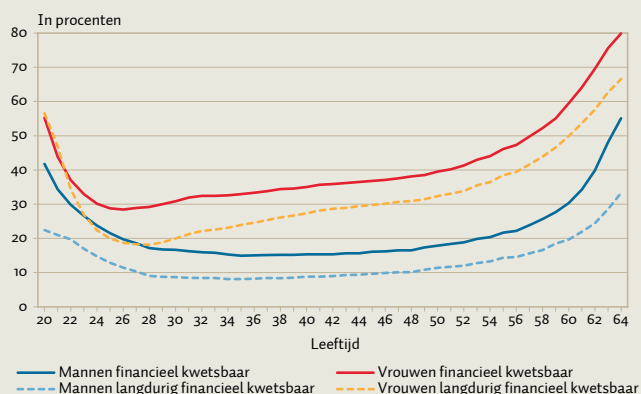
Bij financiële kwetsbaarheid kan het gaan om een tijdelijke omstandigheid. Als de beperkte inkomsten echter langer aanhouden, is de problematiek

ernstiger. Van de mannen was 13 procent in 2016 al ten minste vier jaar niet in staat zichzelf financieel te onderhouden. Onder vrouwen kwam langdurige financiële kwetsbaarheid met 33 procent beduidend meer voor. Al dan niet langdurige financiële kwetsbaarheid verschilt sterk per levensfase. Mannen en vrouwen tot 25 jaar zijn naar verhouding vaak financieel kwetsbaar (figuur). Dit komt doordat ze dikwijls een deeltijd- of flexbaan hebben die – vergeleken met een vaste baan – minder goed betaalt. Ook speelt een rol dat relatief veel jongeren na hun opleiding niet meteen een baan vinden. De financiële kwetsbaarheid neemt vanaf vijftig jaar snel toe. Vanaf die leeftijd komt bij mannen een uitkering steeds vaker voor, meestal in de vorm van een pensioen-, of arbeidsongeschiktheidsuitkering. Financieel kwetsbare vrouwen in die leeftijd hebben veelal geen eigen inkomen. Het zijn namelijk vooral samenwonende vrouwen die afhankelijk zijn van het inkomen van hun partner.

Met de herstellende economie is de financiële kwetsbaarheid bij zowel mannen als vrouwen iets teruggelopen. In 2016 was 21 procent van de mannen financieel kwetsbaar, tegen 41 procent van de vrouwen; twee jaar eerder was dat respectievelijk nog 23 procent en 43 procent.

Bij langdurige financiële kwetsbaarheid is er nog geen sprake van een omslag. Waar de langdurig financiële kwetsbaarheid bij vrouwen stabiliseerde, ook doordat oudere generaties opgevolgd worden door jongere met een hogere arbeidsdeelname en een langere werkweek, liep die bij mannen iets op: in 2014 was nog twaalf procent van hen langdurig financieel kwetsbaar. Hierbij speelt naast arbeidsongeschikt de ook na de crisis nog oplopende langdurige bijstand een belangrijke rol. ■ **MARION VAN DEN BRAKEL** (CBS)

Financiële kwetsbaarheid, 2016



Bron: CBS

“Er is grote behoefte aan valide marktonderzoek”

In ESB 4746 stond een bespreking van het proefschrift van Anouar El Haji over eigendomsrechten. Inmiddels runt hij zijn eigen bedrijf, Veylinx.

Hoe ben je opeens in het bedrijfsleven terechtgekomen?

“Tijdens mijn promotietraject heb ik, samen met een collega-promovendus, al een beetje geëxperimenteerd met online-veilingen. Het doel hiervan was in eerste instantie vooral dataverzameling voor onderzoek. Langzaam aan is dit verder gegroeid, mede dankzij valorisatieondersteuning van de Universiteit van Amsterdam.”



ANOUAR EL HAJI

Waarom ben je niet verder gegaan in de wetenschap?

“Goede vraag. Het mooie van de wetenschap is dat het intellectueel uitdagend is. Het dwingt je om op nieuwe manieren te kijken naar grote problemen. Het eindresultaat is echter niet heel bevredigend want je stukken komen vooral onder de aandacht van andere wetenschappers. In het bedrijfsleven heb je iets in handen waarmee je direct impact kan hebben. Dat trok mij veel meer aan.”

“Stop met het vragen naar meningen van consumenten”, is je motto. Waarom?

“De traditionele manier van marktonderzoek bestaat uit enquêtes, interviews en focusgroepen. Het vervelende hiervan is dat wat mensen beweren, niet overeenkomt met wat ze doen. Ze weten namelijk vaak niet wat ze willen en zijn te optimistisch. Er is daarom veel twijfel over de huidige onderzoeksmethodes. Voor betrouwbaar marktonderzoek is het nodig om het onderzoek zo echt mogelijk te maken. Wij meten consumentengedrag middels een veiling – hiervoor gebruiken we de Vickrey-veiling. Een unieke eigenschap van deze manier van veilen is dat het de bidders dwingt om de waarheid te spreken. Bidders krijgen een product te zien en plaatsen één gesloten bod. De winnaar betaalt het bod van de hoogste verliezer. Het is speltheoretisch aangetoond en

empirisch onderzocht dat het bij deze manier van veilen in je belang is om aan te geven wat je echt wil betalen.”

Wat is de economische meerwaarde?

“Via veilingen kunnen we de waarde die consumenten toekennen aan producten accurater schatten. Hierdoor weten bedrijven veel beter wat ze kunnen uitbrengen en hoe. Dit vermindert marktinefficiënties, verspilling wordt voorkomen en consumenten zijn eerder gelukkig.”

Slaat dit ook aan op de markt?

“Er is een grote behoefte aan valide marktonderzoek. Omdat veilingen potentie blijken te hebben, zijn ze van waarde op de markt.”

We hebben contact met grote merken, die hier ruime budgetten voor hebben. Mede hierdoor is het bedrijf in korte tijd flink gegroeid: er werken inmiddels achttien mensen fulltime aan Veylinx.”

Wat is de meest interessante bevinding uit je veilingonderzoek?

“We hebben een keer gekeken in hoeverre informatie over het productieproces van invloed is op de waardeperceptie. Het ging hierbij om een product dat de nodige menselijke inspanning vereist om het beschikbaar te maken. Eén groep consumenten kon op het product bieden zonder dat deze informatie werd gedeeld, terwijl een andere groep consumenten wel informatie kreeg over de menselijke inspanning was. Verrassend genoeg was de groep die de informatie wel kreeg, bereid om gemiddeld vijftig procent meer te betalen dan de groep zonder de informatie. Dit resultaat is interessant omdat er verder geen informatie gegeven werd over de kwaliteit van het product. Een mogelijke verklaring is dat we als mensen de neiging hebben om menselijke inspanning te compenseren, wat de betalingsbereidheid bij producten die veel menselijke inspanning kosten verhoogt.”

SOBANA SHEIKH RASHID

Redactied medewerker

Colofon

Economisch Statistische Berichten (ESB) signaleert nieuwe ontwikkelingen in de economische wetenschap. Daarnaast worden in ESB economische inzichten toegepast om beleidsrelevante aanbevelingen te doen voor de overheid, maatschappelijke instellingen en bedrijven. Ook analyseert ESB de belangrijkste ontwikkelingen in de Nederlandse economie. Artikelen in ESB verschijnen op persoonlijke titel.

Redactie

Hoofdredacteur: Jasper Lukkezen
Eindredacteur: Robert Kleinknecht
Redacteur: Ruben van Oosten,
Paul Metzmakers

Redactied medewerkers: Sobana Sheikh Rashid,
Justus van Kesteren
Tekstredactie: De Twee Hanen v.o.f.
Vormgeving: Jacques van Schie
Uitgever: Li'ao Wang

Commissie van redactie

H.G. van Dissel (voorzitter), P.H.B.F. Franses,
E. de Jong, H.J. de Jong, A.C. Meijdam,
J. Plantenga, P. Vergauwen en W.F.C. Verschoor

Rechten

ESB is een uitgave van FD Mediagroep.
De Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde is houder van de merknaam ESB.
Foto's: Marcel Einerhand, Tsjeejij Otjir, iStock / Lekkyjustdoit, Redlinevector, human, Brauns,

siraanamwong, GlobalStock, Milos-Muller, monkeybusinessimages, Oktay Ortakcioglu, TatyanaGI, Hollandse Hoogte / Peter Hilz, Amaury Miller, Strip Van Zanten: Roger Klaassen.

Publiceren

Aanwijzingen voor het aanleveren van kopij vindt u op www.esb.nu/service/publiceren.

Abonneren

U kunt een abonnement direct online afsluiten. Ga hiervoor naar www.esb.nu/service/abonneren.

Adverteren

Neem contact op met Jeannette van Zeijst, 020 592 86 35, jeannette.van.zeijst@fdmediagroep.nl.

Contact

Telefoon redactie: 020 592 87 77
Email redactie: redactie@esb.nu
Telefoon klantenservice: 0800 333 33 34
Email klantenservice: klantenservice@esb.nu
Postadres: Postbus 216, 1000 AE Amsterdam
Bezoekadres: Prins Bernhardplein 173, 1097 BL Amsterdam
Webadres: www.esb.nu
ISSN: 0013-0583

Verschijningsdata ESB:

21 dec., 18 jan., 15 feb.,
15 mrt., 12 apr., 11 mei, 7 jun.,
5 jul., 9 aug., 13 sep., 11 okt.,
15 nov., 20 dec.





Nederland aardgasvrij: hoe cruciaal zijn warmtenetten?

We gaan van het aardgas af. Het kabinet wil nieuwe woningen vanaf 2021 niet meer op aardgas verwarmen. En in 2050 moeten alle 6 miljoen woningen duurzaam zijn. Een alternatief is de aanleg van warmtenetten. Hierin is een flinke investering nodig.

Fabrieken, elektriciteitscentrales, havens en industrieterreinen produceren dag en nacht restwarmte. Nu blazen ze die via hun schoorstenen de lucht in. Doodzonde, vindt David Bruhn, hoogleraar Geothermal Engineering, TU Delft. “Als we werkelijk naar een efficiënt, duurzaam en klimaatneutraal energiesysteem willen, dan moeten we om te beginnen die warmte goed gebruiken.” Dat kan met warmtenetten: systemen van buizen voor transport en distributie van warm water, die huizen en kantoren verwarmen.

Regerakkoord

Het nieuwe regeerakkoord noemt warmtenetten als een van de maatregelen om de CO₂-uitstoot in 2030 met 49% terug te brengen. Het kabinet wil daarnaast de aansluitplicht van gas vervangen door een warmterecht, waarmee gebruikers aanspraak kunnen maken op een aansluiting op een (verzwaard) elektriciteitsnet of een warmtenet. In de praktijk is het lastig om in een dichtbevolkt land als Nederland voldoende duurzame elektriciteit op te wekken om de verduurzaming van onder meer huishoudens, industrie en mobiliteit te dekken. En afhankelijk van het type woning kunnen investeringen in *all electric* voor de eigenaar erg hoog zijn. “Daarmee vergeleken kan een aansluiting op een collectief warmtenet aantrekkelijker zijn en minstens even duurzaam”, zegt Michiel van den Berg, directeur Warmte & Koude bij Eneco.

Het aantal warmtenetten dat nodig is als we van het gas af gaan, ligt er nog

“Het is van belang om zo snel mogelijk te starten met pilots rond het loskoppelen van woonwijken van aardgas”

maar voor een klein deel. In 2015 waren ongeveer 350.000 woningen aangesloten op collectieve warmtesystemen. Volgens oud-minister Kamp kunnen we de komende jaren meer dan 1,9 miljoen woningen op een warmtenet aansluiten. “Het is van belang om nu zo snel mogelijk te starten met pilots rond het loskoppelen van woonwijken van aardgas, en het ontwikkelen van alternatieven”, zegt Maya van der Steenhoven, directeur van het Programmabureau Warmte Koude Zuid-Holland. “Een daarvan is de aanleg van warmtenetten.”

Ondanks het feit dat de bestaande netten veelal zijn gekoppeld aan energiecentrales, vormen ze toch een goed begin van de duurzame energietransitie, zegt Bruhn. “Want je kunt er in de loop van de tijd steeds meer CO₂-neutrale warmtebronnen en restwarmtebronnen op aansluiten, en zo conventionele centrales langzamerhand vervangen.”

Logisch alternatief

“Bij sommigen bestaat de perceptie dat warmtenetten vooral geschikt zijn voor dichtbebouwde gebieden zoals binnensteden”, zegt Van den Berg. “Maar ze zijn ook voor bijvoorbeeld buitenwijken vaak een logisch, efficiënt en steeds duurzamer alternatief voor verwarming met aardgas.” Ook worden de duurzaamheid en efficiency weleens in twijfel getrokken, merkt hij. “Onterecht. De systemen zijn heel goed te isoleren en warmtenetten reduceren de CO₂-uitstoot met 30% tot wel 70% vergeleken met hr-ketels. Ten opzichte van de huidige situatie, waarin de warmte vooral van aardgas komt,

Vernieuwer in de energietransitie

Eneco Groep is een groep van bedrijven die actief is in de energiesector. Hun missie: duurzame energie van iedereen. Met hun consistente koers zijn deze bedrijven koploper in duurzaamheid en innovatie. Eneco Groep biedt nationaal en internationaal toegevoegde waarde aan consumenten en bedrijven met slimme producten en diensten. En levert een maatschappelijke bijdrage door het opwekken en leveren van groene energie.

Meer weten? enecogroep.nl

kan dat percentage verder oplopen met duurzame warmtebronnen.”

Een ander kritiekpunt is dat een collectief systeem de individuele keuzevrijheid van burgers en bedrijven zou beperken. Van den Berg: “Ik snap dat sentiment. Het betekent dat we moeten laten zien dat ze wezenlijk bijdragen aan het verduurzamen van de energievoorziening. We werken eraan om ze aantrekkelijker te maken voor afnemers. We ontwerpen ze zo dat je er verschillende warmtebronnen op kunt aansluiten. We testen met klanten hoe zij warmte kunnen terugleveren aan het net, waarbij we kijken naar de inzet van *blockchain*. En we werken aan prijsdifferentiatie en verbeterde dienstverlening.”

Hoogleraar Bruhn ziet nog een macro-economische reden voor het investeren in warmtenetten: “Als Nederland daar vaart mee maakt, kan kennis over het realiseren van innovatieve en duurzame warmtenetten een interessant exportproduct worden.”

Lees het uitgebreide verhaal over warmtenetten op www.fd.nl/enecogroep.

