



Hogere rente

Na jaren historisch laag te zijn geweest, is de rente in korte
tijd fors gestegen. Kan de economie dat wel aan?

Verder onder andere:

Behoud saldering en zet
in op dynamische energie-
tarieven, betoogt Reyer
Gerlagh, p. 282

Het aantal topholdings
met een notering aan het
Damrak blijft stijgen,
p. 286

Extensivering
kan landbouwgrond-
prijs drukken,
p. 287

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.

Deadlines en stijlregels:
www.esb.nu/call-for-papers

Juli: *Beloning arbeid en kapitaal*

Augustus *Staatdeelnemingen*

Daarna: *Armoede in Nederland*

Kinderopvang (dossier)



KVS JAARLEZING IN PAKHUIS DE ZWIJGER

Armoedebeleid moet beter

MAANDAG 26 JUNI, 20.00

Hoe komt het dat we het armoedeprobleem in Nederland niet weten op te lossen?
In de KVS Jaarlezings 2023 gaat Anna Custers in op deze en andere vragen over armoede en armoedebeleid in Nederland.

Aanmelden op de website van Pakhuis de Zwijger

Inhoud

Actueel	242
Uitgelicht	244

Hogere rente

Inleiding: Hogere rente medicijn met nare bijwerkingen

JASPER LUKKEZEN

246

Geo-economische fragmentatie leidt tot structureel hogere rente

HELEEN MEES

248

Oplopende rente lost niets op en is wel risicovol

ANDRE KOLODZIEJAK

252

Trek lessen over inflatie en rente uit de jaren zeventig

ARTHUR VAN RIEL EN CASPER DE VRIES

256

Column: Bescherm energietransitie tegen inflatiebestrijding

FRIEDEMANN POLZIN

259

Kans op financiële crisis nu kleiner dan in 2008, ondanks hogere rente

MENNO MIDDELDORP

260

Stijgende beleidsrente werkt meer door in hypotheek- dan spaarrente

MINKE VAN DER HEIJDEN, JAN WILLEM VAN DEN END, MARTIN ADMIRAAL EN TOMER DAHAN

264

Hogere hypotheekrente werkt slechts beperkt door in huizenprijzen

WALTER STORTELDER EN NIKLAS NORDMAN

267

Opkomende markten gaan een stuk beter om met de stijgende rente dan vroeger

NAHOM GHEBRIHIWET

270

Snel herstel Nederlandse economie mogelijk te danken aan digitalisering

DAAN FREEMAN EN LEON BETTENDORF

274

Vijf aanbevelingen om klimaat- en inkomensbeleid samen te laten gaan

FRANK VAN HOENSELAAR EN BAS HEERMA VAN VOSS

278

Behoud saldering en zet in op dynamische energietarieven

REYER GERLAGH

282

Alleen productiviteit Amsterdam heeft zwaar geleden onder pandemie

JOOP BUUNK

284

In memoriam Hein Schreuder: Een bedrijfs-econoom met grote maatschappelijke impact

MARIËLLE HEIJLTJES

285

Statistiek

286

Ceteris paribus

288





Actueel

Juni

22 **Erasmus Seminar** – *Research and innovation for supply chain management and logistics in the 'mission' agriculture, water and food: Funding opportunities.* Robert Ossevoort (Dutch Institute for Advanced Logistics)

Universiteit Utrecht Conferentie – *Future of work.* O.a. Joop Schippers (Universiteit Utrecht)

23 **Tinbergen Seminar** – *Mixed signals: How incentives really work.* Uri Gneezy (University of California, San Diego)

Tinbergen Seminar – *NETWORKS Match Makers.* O.a. Melika Liporace (Tilburg University)

VU Symposium – *Compliance & integrity management in the future: The end of the three lines of defense?* O.a. Tom Loonen (Vrije Universiteit)

26 **KVS Jaarlezing** – *Armoedebeleid verdient beter.* O.a. Anna Custers (Hogeschool van Amsterdam)

27 **Pakhuis de Zwijger** – *Meer ervaring, minder geld.* O.a. Lotte Jansen (Algemeen bestuurslid bij het ISO)

Tinbergen Seminar – *Worker hard and soft skills and temporary help work outcomes.* Carolyn Heinrich (VanderBilt University)

28 **Tilburg University Seminar** – *Compatibility in personalities and non-cognitive skills, problem gambling and relationship dissolution in Australia.* Xiaodong Gong (University of Canberra)

29 **ISS** – *Conflict compounded: Implications of the war in Ukraine on global development challenges.* O.a. Oane Visser (ISS)

Tilburg University Seminar – *Optimal deployment of electric vehicle charging infrastructure via bilevel optimization.* Miguel Anjos (The University of Edinburgh)

GERICHTE SIGNALLEN

Incentives zijn krachtige signalen die gedrag proberen te beïnvloeden in de gewenste richting. Er ontstaat een probleem als er ook signalen zijn in een andere richting. Bijvoorbeeld, als een manager uitspreekt dat er meer moet worden samengewerkt, maar hij tevens incentives voor individueel succes creëert. Uri Gneezy legt aan de hand van voorbeelden uit waarom incentives vaak mislukken. Vervolgens laat hij zien hoe je conflicterende signalen kan voorkomen.

EFFECTIEVER ARMOEDEBELEID

In de afgelopen jaren heeft Anna Custers armoedebeleid onderzocht in Frankrijk, India en Afghanistan. In de KVS Jaarlezing van 2023 spreekt zij over armoede en armoedebeleid in Nederland. Een op de veertien huishoudens in Nederland leeft onder de armoedegrens, waaronder veel kinderen. Ze evalueert het probleem in Nederland en bespreekt de mogelijkheden voor effectiever armoedebeleid.

Afscheidsrede

Eric van Damme – *The beauty and the beast.* 22 juni, Tilburg University.



Juli

4 **UvA ACLE Seminar** – *Barbarians inside the gates: Raiders, activists, and the risk of mistargeting.* Zohar Goshen (Columbia Law School)

Benoemingen

Jonneke Bolhaar wordt per 1 juli benoemd tot hoogleraar Economic Policy, Human Capital and Labour aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.



Bert Tieben wordt per 1 juli benoemd tot sectorhoofd Integrale beleidsanalyse Leefomgeving bij het Planbureau voor de Leefomgeving.



Oraties

Jan-Willem Stoelhorst – *Can management (theory) save capitalism?* 7 juli, Universiteit van Amsterdam.

Guido Baltussen – *De mens versus machine in financiële markten.* 28 juni, Erasmus Universiteit Rotterdam.



Jean-Jacques Herings – *Competitie en coöperatie.* 23 juni, Tilburg University



Promotiebespreking: Tom Hudepohl

The (side-)effects of unconventional monetary policy within the euro area: Evidence from granular data

Tom Hudepohl

13 juli



In reactie op een periode van aanhoudend lage inflatie heeft het Eurosysteem (de Europese Centrale Bank (ECB) plus de nationale centrale banken uit het eurogebied) sinds begin 2015 op grote schaal obligaties aangekocht. Dit onconventionele monetaire beleid heeft ervoor gezorgd dat de balans van het Eurosysteem is gegroeid van ongeveer 55 procent van het bruto binnenlands product in het eurogebied (voorafgaand aan de financiële crisis) naar ongeveer 265 procent halverwege 2022.

Nu de inflatie is opgelopen zijn de netto-aankopen sinds 1 juli 2022 gestopt. Dit is een natuurlijk moment om terug te kijken op de effecten van het beleid, hetgeen ik in mijn proefschrift doe.

De onconventionele monetaire beleidsmaatregelen worden over het algemeen als een succes beschouwd, aangezien ze zorgden voor een stabilisatie van financiële markten, een herstel van het vertrouwen en de ondersteuning van de monetaire transmissie.

Toch zijn de maatregelen niet zonder controverse. Zo waren er bijvoorbeeld zorgen dat dit beleid zou kunnen leiden tot zeepbellen in activaprijzen.

Op basis van unieke, granulaire datasets analyseer ik in mijn proefschrift enkele effecten van het onconventionele

monetaire beleid. Deze datasets bevatten informatie over de aangekochte individuele obligaties, waardoor de effecten van het beleid goed in kaart kunnen worden gebracht.

Ik constateer dat de introductie van de kwantitatieve verruiming heeft bijgedragen aan de zeepbelvorming op de aandelenmarkten. Aandelenprijzen zijn gedurende de verruiming sneller gestegen dan verklaard kan worden met behulp van de onderliggende fundamentele waarden.

Bovendien worden de door de ECB aangekochte obligaties schaars in financiële

markten, omdat de voetafdruk van de ECB groot is in de markt. Dit draagt bij aan fricties in het functioneren van de kapitaalmarkten, doordat investeerders meer moeite hebben om specifieke financiële instrumenten te vinden. Schaars wordende obligaties blijken dan ook significant duurder te worden als gevolg van de aankopen van de ECB. Dit effect neemt toe naarmate de voetafdruk van de ECB in de financiële markten groter wordt. Zo kan de grote voetafdruk van het Eurosysteem dus de transmissie van beleidsrentes naar geldmarktrenten belemmeren. Het Eurosysteem weet echter ook effectief een deel van deze prijsdruk weg te nemen door de gekochte obligaties weer uit te lenen.



Promoties

Rijksuniversiteit Groningen

Dovilė Barauskaitė – *Consuming to compensate: When and how self-threats affect consumer behavior.* 29 juni



Hendryk Dittfeld – *Contextualizing risk management and resilience: The role of supply chain complexity, sales & operations planning and production system characteristics in managing risks and disruption.* 6 juli



Tilburg University

Fabien Ize – *The role of transparency in fairness and reciprocity issues in manager-employee relationships.* 30 juni

Felix Kirschner – *Conic optimization with applications in finance and approximation theory.* 4 juli

Kristel de Nobrega – *Cyber defensive capacity and capability: A perspective from the financial sector of a small state.* 4 juli

Universiteit Maastricht

Lena Pieper – *What makes audit partners, managers and their teams successful?* 22 juni

Lynn van Vugt – *Different NEETs, different needs? Explaining why vulnerable young people are more likely to become NEET.* 13 juli



Universiteit Utrecht

Jesse Groenewegen – *Management practices and firm adaptiveness during an external shock: The case of COVID-19.* 4 juli

Max Mulhuijzen – *The unexpected sources of innovation.* 7 juli



Universiteit van Amsterdam

Simon ter Meulen – *Grade retention, ability tracking, and selection in education.* 23 juni

Lance Cosaert – *Meta-analytic research on absorptive capacity and entrepreneurial engagement. Essays on antecedents and institutions.* 3 juli

Michel Mandjes – *Essays on mutually exciting point processes.* 3 juli

Emilie Berkhout – *Evaluations of education policies in Indonesia.* 7 juli



Vrije Universiteit Amsterdam

Sjoukje Goldman – *Business performance and purchase intentions in cross-border e-commerce.* 22 juni

Timo Paumen – *Shaping M&A deal outcomes: From failure to enabling better M&A performance.* 27 juni

Brigitte de Graaff – *The (r)evolution of integrated reporting.* 7 juli





Kortzichtige mannen

Tijdens een jaar waarin er in IJsland geen belastingen over inkomen verschuldigd waren, stopten mannen vaker met school om te gaan werken, terwijl vrouwen er niet op reageerden. Dat laat Sigurdsson zien door leerplichtige leerlingen te vergelijken met niet-leerplichtige leerlingen in een *regression discontinuity design*. Tijdens het jaar zonder inkomstenbelasting leverde werken meer op, waardoor naar school gaan tijdelijk voor iedereen relatief duurder werd. Hiervoor lijken mannen gevoeliger te zijn dan vrouwen, mogelijk door kortzichtigheid, en vanwege de door hen lagere waargenomen opbrengsten van het onderwijs. Deze mannen zouden, als zij niet waren gestopt, gemiddeld in hun leven 75 procent meer inkomen hebben genoten.

Sigurdsson, J. (2023) *Transitory earnings opportunities and educational scarring of men*. IZA Discussion Paper, 16050.



Ice Bucket Challenge

Mensen die zijn blootgesteld aan de Ice Bucket Challenge, een sociale media-campagne om donaties op te halen voor onderzoek naar de spierziekte ALS, vertonen kortdurend een meer pro-sociaal gedrag, zoals aan goede doelen doneren, vrijwilligerswerk doen, en vertrouwen in de medemens hebben. Dat laten Fazio et al. zien door middel van een *difference-in-differences*-analyse van Britse paneldata. De campagne was dus meer dan een gimmick. De positieve pro-sociale effecten van de challenge verdwenen echter binnen een jaar.

Fazio, A., T.G. Reggiani en F. Scervini (2023) *Social media charity campaigns and pro-social behaviour: Evidence from the Ice Bucket Challenge*. IZA Discussion Paper, 16046.

Inflatieverwachtingen

Hoge inflatie kan leiden tot misallocatie van productiemiddelen, doordat het de onzekerheid over de toekomstige inflatie vergroot. Dit laten Ropele et al. zien door middel van een veld-experiment in Italië. Aan een willekeurig aantal bedrijven werd er regelmatig informatie verschaft over de inflatie op dat moment. De bedrijven zonder informatie hebben minder accurate verwachtingen over prijzen en rendementen wat bij hen zorgt voor meer misallocatie, getuige hun lagere marginale opbrengst van arbeid en kapitaal. Bij hogere inflatie zijn de verwachtingen meer uiteenlopend en is de misallocatie groter.

Ropele, T., Y. Gorodnichenko en O. Coibion (2023) *Inflation expectations and misallocation of resources: Evidence from Italy*. IZA Discussion Paper, 16106.

Hoge arbeidskosten

Veel Belgische eenmansbedrijven hebben wel de wens hebben om personeel aan te nemen, maar worden hiervan weerhouden door de hoge kosten. Dat laten Cockx en Desiere zien aan de hand van een wetwijziging, waardoor een bedrijf permanent wordt vrijgesteld van sociale-zekerheidsbijdragen voor de eerste werknemer die het aanneemt. Wanneer de kosten met 14 procent verlaagd worden, stijgt het aantal werkgevers met 31 procent. Dat effect komt door voormalige eenmanszaken die een eerste werknemer aannemen.

Cockx, B. en S. Desiere (2023) *Labour costs and the decision to hire the first employee*. IZA Discussion Paper, 16122.



Geen weglekfeffe

Hogere belastingen op uitstoot zorgen niet voor minder winst, productiviteit of omzet bij een gemiddelde van de industriële bedrijven wereldwijd. Ook verhuizen industriebedrijven niet naar het buitenland in reactie op hogere uitstootkosten. Tot deze conclusie komen Trinks en Hille op basis van microdata van drie miljoen bedrijven in 32 landen in de jaren 2000–

Arbeidsparticipatie na oorlogservaring

Oorlogservaringen zoals in de Tweede Wereldoorlog hebben een wisselend effect op de loopbanen van verschillende typen van overlevenden, waarbij de effecten vaak pas in veel latere levensfasen zichtbaar worden. Dit laten Braun en Stuhler zien aan de hand van levensloopgegevens (*German Life History Study*) van West-Duitsers, geboren tussen 1919 en 1921. Zo was de werkloosheid van West-Duitse gewonden bijna 14,7 procentpunt hoger bij een



ct uitstootprijs

2019. Achter het gemiddelde gaan er wel grote verschillen schuil, waardoor sommige sectoren wel negatieve effecten kennen. Zo neemt de werkgelegenheid sterker af bij kapitaalintensieve bedrijven en kleine bedrijven in de mijnbouw, cement en basismetalen.

Trinks, A. en E. Hille (2023) *Carbon costs and industrial firm performance: Evidence from international microdata*. CPB Discussion Paper, 18 april 445.

leeftijd van zestig jaar dan bij de niet-gewonden. Voormalige krijgsgevangenen werkten juist langer door: op zestigjarige leeftijd was hun arbeidsparticipatie acht procentpunt hoger dan die van de niet-gedetineerde soldaten. Veel ontheemde werknemers, vooral vrouwen, zijn nooit meer aan het werk gegaan.

Braun, S.T. en J. Stuhler (2023) *Exposure to war and its labor market consequences over the life cycle*. IZA Discussion Paper, 16040.

AI op de beurs

Investeerdere verwachten dat ChatGPT de productiviteit zal verhogen. De aandelenprijzen van bedrijven waarvan het personeel meer taken uitvoert die mogelijk vervangen kunnen worden door deze generatieve kunstmatige intelligentie (AI), stegen in twee weken tijd dagelijks met 0,4 procent. Dit laten Eisfeldt et al. zien voor naamloze vennootschappen in de Verenigde Staten. De markten verwachten dus kennelijk dat AI de kosten van deze bedrijven zal verlagen, of de arbeid productiever zal maken.

Eisfeldt, A.L., G. Schubert en M.B. Zhang (2023) *Generative AI and firm values*. NBER Working Paper, 31222.

Leven lang leren

Mensen met een hoger inkomen maken vaker gebruik van de belastingaftrek voor opleidingskosten, terwijl het belastingvoordeel voor lage inkomens geen effect lijkt te hebben. Dat laten Van den Berge et al. zien aan de hand van Nederlandse belastingaangiftegegevens. Net boven de schijfgrens rond een jaarinkomen van 55.000 euro worden de opleidingskosten vaker als aftrekpost opgegeven dan net eronder. Dat impliceert dat hoge inkomens hogere opleidingskosten maken bij een groter belastingvoordeel. Bij de schijfgrens rond de 20.000 euro wordt er echter geen effect gevonden. Lage inkomens lijken dus minder op belastingprijkkels te reageren.

Berge, W. van den, E. Jongen en K. van der Wiel (2023) *The effect of a tax deduction for lifelong learning expenditures*. *International Tax and Public Finance*, 30(3), 729–756.

Positief over experiment

Nederlanders zijn erg positief over beleidsexperimenten, vooral als ze vooraf geen sterke mening hebben over een beleidskwestie. Dat laten Dur et al. zien via een enquête onder Nederlandse stemgerechtigden en politici. Vijf van de zes beleidsexperimenten die in de vragenlijst werden voorgesteld werden door de meerderheid van de ondervraagden gesteund. Zestig procent van de ondervraagden zou het goed vinden als hun favoriete politieke partij bij de volgende verkiezingen het uitvoeren van beleidsexperimenten steunt, terwijl maar vijftien procent dit als negatief beschouwt. De politici zijn positiever over beleidsexperimenten wanneer ze weten dat deze gesteund worden door de meerderheid van de stemmers.

Dur, R., A. Non, P. Pröttung en B. Ricci (2023) *Who's afraid of policy experiments?* Tinbergen Institute Discussion Paper, 2023-027/V.



Zelf-financierend tekort

Theoretisch gezien kan een overheidstekort zichzelf volledig financieren. Angeletos et al. tonen aan op welke manier dit binnen een nieuw-keynesiaans model kan. Ten eerste stijgen de belastinginkomsten van de overheid wanneer het overheidstekort tot meer economische groei leidt. Dat kan wanneer consumenten verwachten dat zij een deel van het terugbetalen van de opgelopen staatsschuld kunnen overlaten aan volgende generaties. Ze verwachten dan wel de baten en niet de kosten, waardoor consumenten (met liquiditeitsbeperkingen) meer gaan consumeren. Ten tweede kan de economische groei ook de inflatie verhogen, wat weer de reële waarde van de staatsschuld vermindert.

Angeletos, G.-M., C. Lian en C.K. Wolf (2023) *Can deficits finance themselves?* NBER Working Paper, 31185.

Hogere rente medicijn

In het dorp waar ik (Jasper) opgroeide was Ome Joop een levende legende. Ome Joop was een heethoofd en een ijzervreter, had een schuur vol rommel en een koelkast vol bier en limonade. De kinderen waren dol op hem.

Helaas ging het, toen Joop wat ouder werd, wat slechter met zijn gezondheid. Hij kreeg het aan zijn hart en de dokter schreef hem pillen voor. Door die pillen kreeg hij last van zijn maag en van zijn nieren. Daar kreeg hij ook weer pillen voor. Daarvan kreeg Joop huiduitslag en hoofdpijn, waarvoor hij zelf en pijnstillers kreeg.

En toen, op een dag, liep Joop naar de sloot achter zijn huis en knikkerde ‘de hele medische santenkraam’ er zo maar in. Joop was het gedoe, de bijwerkingen en de bijwerkingen van de bijwerkingen zat. Hij besloot zijn levensstijl wat aan te passen – het bier verdween

uit de koelkast – en zich wat minder druk te maken in de hoop zo minder hartklachten te hebben.

Ook inflatiebestrijding gaat gepaard met vervelende bijwerkingen. Onze monetaire dokters zetten vol in op verhoging van de rente. Die hoge rente moet de economische vraag beteugelen, wat het voor bedrijven lastiger moet maken om forse prijsverhogingen door te voeren. Maar in dit themanummer over hogere rente wordt duidelijk dat een verhoogde rente bijwerkingen met zich meebrengt die zelf weer om dure, nieuwe behandelingen (flankerend beleid) vragen.

Stabiliteitsproblemen

Als eerste zet een oplopende rente de stabiliteit van de bankensector onder druk. De roemloze afgang van de Silicon Valley Bank – die haar renterisico niet afgedekt had – en van Credit Suisse – die de afgelopen tien jaar bij zo’n beetje ieder financieel schandaal betrokken was – illustreren deze kwetsbaarheden. Menno Middeldorp laat in deze ESB via een model zien dat naast kredietgroei hogere rentes inderdaad het risico op een financiële crisis vergroten. Gelukkig is de kans op een financiële crisis in Nederland volgens hem momenteel wel een stuk kleiner dan in 2008, ondanks de hoge inflatie en de renteverhogingen.

Als tweede zorgt een oplopende rente in Europa er ook voor dat de rente elders ook omhoog gaat. Zo hebben opkomende economieën traditioneel veel last van de verkrappingscyclus in hoogontwikkelde economieën. Nahom Ghebrihiwet toont in zijn bijdrage aan dat deze afhankelijkheid, vanwege lagere tekorten op de lopende rekening, verbeterd monetair beleid en opgebouwde deviezenreserves, nu meevalt. Maar hier hangt een economisch prijskaartje aan in de vorm van minder geld voor investeringen.

Als derde zet de oplopende rente het Europese integratieproject onder druk. Andre Kolodziejak wijst er in zijn bijdrage op dat de Europese Centrale Bank de beleidsrente alleen kon verhogen omdat ze tegelijkertijd via het Transmission Protection Instrument de renteversillen tussen landen drukte en dat zelfs daarmee die verschillen tussen lidstaten van de euro-

Geo-economische fragmentatie leidt tot structureel hogere rente

HELEEN MEES

248

Oplopende rente lost niets op en is wel risicovol

ANDRE KOLODZIEJAK

252

Trek lessen over inflatie en rente uit de jaren zeventig

ARTHUR VAN RIEL EN CASPER DE VRIES

256

Column: Bescherm energietransitie tegen inflatiebestrijding

FRIEDEMANN POLZIN

259

Kans op financiële crisis nu kleiner dan in 2008, ondanks hogere rente

MENNO MIDDELDORP

260

Stijgende beleidsrente werkt meer door in hypotheek- dan spaarrente

MINKE VAN DER HEIJDEN, JAN WILLEM VAN DEN END, MARTIN ADMIRAAL EN TOMER DAHAN

264

Hogere hypotheekrente werkt slechts beperkt door in huizenprijzen

WALTER STORTELDER EN NIKLAS NORDMAN

267

Opkomende markten gaan een stuk beter om met de stijgende rente dan vroeger

NAHOM GHEBRIHIWET

270

met nare bijwerkingen

zone fors zijn opgelopen en mogelijk onhoudbaar zijn. Kan de eurozone zich een herhaling van 2010–2012 permitteren?

Allocatieproblemen

Ten vierde zorgt de oplopende rente voor hogere winsten bij banken door hun marktmacht. Minke van der Heijde, Jan Willem van den End, Martin Admiraal en Tomer Dahan laten zien dat de hypotheekrentes snel gestegen zijn, maar dat de spaarrentes zijn achtergebleven. Niet alleen werkt hierdoor het beoogde economisch afkoelingsmechanisme van de hogere rente slechter, ook leveren monopoliewinsten verkeerde economische prikkels op en zorgen ze voor een slechtere allocatie van kapitaal in de economie.

Ten vijfde zorgt de oplopende rente tot een verdebevoordeling van vermogenden op de woningmarkt. Met de stijgende huizenprijzen waren woningen de afgelopen jaren voor veel mensen al onbereikbaar geworden. Walter Stortelder en Niklas Nordman laten zien dat door de gestegen hypotheekrentes de huizen in reële termen zo'n vijftien procent duurder zijn geworden. Voor deze bijwerkingen bestaat nauwelijks mitigerend beleid.

En tot slot, ten zesde remt de oplopende rente de energietransitie. Friedemann Polzin legt in zijn column uit dat hernieuwbare energieprojecten sterker afhankelijk zijn van financieringskosten dan fossiele energieprojecten, en dus in relatieve zin minder aantrekkelijk worden – soms tot wel zestig procent. Om deze bijwerkingen van hoge rente tegen te gaan, is extra overheidssteun nodig.

De toekomst van de rente als instrument

Terug naar Ome Joop, die uiteindelijk besloot om met zijn hartklachten te leren leven. Moeten we ook leren leven met (enige) inflatie?

Het ontvullerende antwoord is, net als voor de kwakkelende gezondheid van Ome Joop, ja. Heleen Mees betoogt in deze ESB dat het einde van de liberalisering van de wereldhandel en de daarop volgende economische fragmentatie tot structureel hogere prij-

zen en dus rentes zal leiden. Het Westen krijgt hogere transactiekosten, hogere lonen, hogere consumentenprijzen en uiteindelijk lagere winsten te verduren. Daar helpt het initiële medicijn, het rente-instrument, niet tegen.

Aan de andere kant zijn er wel manieren om de economische nevenschade van de inzet van het rente-instrument te beperken. Een van de oplossingen is het gebruik van gerichtere 'medicatie'. Arthur van Riel en Casper de Vries trekken lessen uit de inflatiebestrijding eind jaren zeventig en begin jaren tachtig. Sneller en gericht optreden van de centrale bank had toen voor minder bijwerkingen – economische schade – kunnen zorgen.

Daarnaast kan het vruchtbaar zijn om naar alternatieve vormen van inflatiebestrijding te kijken. Zoals het pleidooi van Isabelle Weber voor prijsregulering dat steeds meer navolging begint te krijgen. Zo lijkt het dynamische prijsplafond voor energie van de Europese Commissie succesvol te zijn in het naar beneden brengen van de gasprijzen (en idem dito de inkomsten van de Russische staat), sluit de Franse regering prijsconvenanten met supermarkten en wordt er momenteel serieus onderzoek gedaan naar 'greedflation', het idee dat excessieve prijsverhogingen van grote ondernemingen (en niet de lonen) de inflatie extra aanwakkeren (Peck, 2023).

Totdat echter de oorzaken van inflatie, en dus mogelijke alternatieve behandelingen, beter begrepen worden, is het verstandig om de economische pillen nog niet in de sloot te gooien. Ome Joop is helaas niet echt oud geworden.

Literatuur

Peck, E. (2023) *Once a fringe theory, 'greedflation' gets its due*. Artikel op www.axios.com, 18 mei.

JASPER LUKKEZEN

Hoofdredacteur
lukkezen@economie.nl

RON STOOP

Vakredacteur
ron.stoop@economie.nl

Geo-economische fragmentatie leidt tot structureel hogere rente

Zowel de Federal Reserve als de Europese Centrale Bank hebben de rente de afgelopen tijd flink verhoogd om de inflatie te bestrijden. Vanwege de geo-economische fragmentatie is het waarschijnlijk dat de rentestanden structureel hoger zullen blijven.

IN HET KORT

- De geo-economische fragmentatie en het veranderende handelsbeleid brengen transactiekosten met zich mee.
- Gefragmenteerde arbeidsmarkten leiden daarnaast tot hogere loonkosten en lagere winsten, hetgeen de rente opdrijft.
- Het ligt niet voor de hand dat het tijdperk van ultra-lage rentes zal terugkeren, zelfs bij een lagere inflatie.

HELEEN MEES

Columnist bij de Volkskrant

De laatste twintig jaar was de rente in het Westen historisch laag. De lage rente was het gevolg van de verregaande liberalisering van de wereldhandel in de afgelopen decennia (Mees, 2020). Het liberaliseringstijdperk begon in 1980, en kenmerkte zich door de geleidelijke opheffing van de handelsbelemmeringen vis-à-vis de opkomende economieën, en de ongekende niveaus van de internationale economische samenwerking. De belangrijkste mijlpalen waren de oprichting van de Wereldhandelsorganisatie (WTO) in 1995, en in 2001 de integratie van China in het wereldwijde economische systeem.

Inmiddels zijn we een pandemie en een brute Russische invasie in Oekraïne verder en kampt het Westen met flinke inflatie. Volgens Eurostat zijn in 2022 de prijzen in de eurozone met 9,2 procent op jaarbasis gestegen. Hoewel de 2021 - 2022 inflatiegolf van voorbijgaande aard lijkt, ligt het niet voor de hand dat het tijdperk van ultra-lage rentes terugkeert. Er zijn namelijk aanwijzingen dat de liberalisering op zijn einde loopt. En dat zal waarschijnlijk effect hebben op de hoogte van de beleidsrente in het Westen. In dit artikel bespreek ik de oorsprong van de lage rentestanden, en de impact van geo-economische fragmentatie op de hoogte van de rente.

Lage rente gevolg van liberalisering

De liberalisering van de wereldhandel was gericht op het elimineren van de transactiekosten die samenhangen met het internationale verkeer van goederen, diensten, kapitaal en

financiën. De transactiekosten omvatten niet alleen tarieven en quota, maar ook nationale regelgeving ten aanzien van onder meer productveiligheid, milieu en intellectueel eigendom. Dankzij de liberalisering konden bedrijven hun activiteiten wereldwijd zo organiseren dat ze profiteerden van de laagste arbeidskosten, de soepelste regelgeving en de laagste belastingdruk. Dit leidde zowel tot lagere inflatie als lagere rente.

Meer wereldhandel, minder inflatie

Tussen 1980 en 2020 nam de wereldhandel – de som van de mondiale uitvoer en invoer – toe, van 30 tot 55 procent van het wereldwijde bruto binnenlands product (bbp). Behalve de handel namen ook de grensoverschrijdende kapitaalstromen toe, waaronder de buitenlandse directe investeringen, bankleningen en het aandelenbezit. De internationalisering van het kapitaalverkeer maakte het voor bedrijven eenvoudiger om in die landen te investeren waar de productiekosten het laagst waren. In deze periode stegen wereldwijd de bedrijfswinsten – uitgedrukt als percentage van het bbp met bijna tien procentpunt; terwijl de lonen – uitgedrukt als percentage van het bbp wereldwijd daalden (Mees, 2016).

De liberalisering van de internationale handel zorgde voor een zeer gematigde prijsontwikkeling. Het Centraal Planbureau stelt dat er in Nederland, dankzij de handel met China, voor consumenten meer diversiteit aan producten is gekomen tegen een (flink) lagere prijs (Freeman et al., 2022). Amerikaans onderzoek concludeert dat de inflatie in de Verenigde Staten, tussen 1994 en 2017, ieder jaar één procentpunt lager is uitgevallen dankzij de handel met China (Lau en Tang, 2018). Dat wil zeggen dat het prijspeil in de VS, volgens de onderzoekers, 27 (!) procent hoger zou zijn geweest zonder de handel met China. Tussen 2000 en 2020 kwam de inflatie in de Verenigde Staten en de eurozone op jaarbasis zelden boven de twee procent uit.

Lage inflatie, lage rente

De lage inflatie in de periode van mondiale liberalisering had een drukkend effect op de rente. Vanwege de lage inflatie, hoefden de centrale banken de beleidsrente in de afgelopen twee decennia nauwelijks te verhogen om de prijzen te stabiliseren. Het mandaat van de Europese Centrale Bank (ECB) is het bewaren van prijsstabiliteit in de eurozone. De ECB (2021) heeft dit ingevuld met een inflatiedoelstelling van twee procent per jaar. De Federal Reserve heeft een dub-



belmandaat, dat wil zeggen dat het Amerikaanse stelsel van centrale banken moet streven naar maximale werkgelegenheid, prijsstabiliteit en een gematigde langetermijnrente. De Federal Reserve definieert prijsstabiliteit als een inflatie van twee procent op jaarbasis over de langere termijn.

Als de inflatie langere tijd hoger is dan twee procent, zullen de centrale banken doorgaans de beleidsrente verhogen. Door de rente te verhogen of te verlagen, kunnen centrale banken de kredietgroei inperken dan wel vergroten om de economische groei af te remmen of aan te jagen. Ook via de waarde van vaste activa beïnvloedt de rente de economische groei. Als de rente stijgt, daalt de waarde van aandelen en huizen – en omgekeerd. Mensen geven meer geld uit als ze zich vermogender wanen – het zogenaamde ‘vermogens-effect’. Als de inflatie daalt, kunnen de centrale banken de rente weer verlagen.

Vanwege de lage beleidsrente bleef ook de langetermijnrente laag. Deze weerspiegelt in beginsel de marktverwachtingen van de toekomstige rente. Als de markt verwacht dat de centrale bank de beleidsrente gaat verlagen, dan daalt de langetermijnrente, en andersom.

Einde van liberalisering

De eerste barsten in het tijdperk van ongebreidelde globalisering kwamen, in de vorm van Brexit en de overwinning van Donald Trump bij de Amerikaanse presidentsverkiezingen in 2016. In 2018 lanceerde Trump een handelsoor-

log om China onder druk te zetten en zijn oneerlijke handelspraktijken te beëindigen – waaronder de gedwongen overdracht van technologie, de beperkte toegang van westerse bedrijven tot de Chinese markt, de diefstal van intellectueel eigendom en de subsidies aan staatsbedrijven. De strafheffingen die Trump destijds invoerde, zijn nog steeds van kracht.

De corona-pandemie zorgde in 2020 bovendien voor een hartinfarct in de internationale vrijhandel, wat de ogen openden voor de kwetsbaarheden ervan. Hoewel de pandemie een typische *black swan*-gebeurtenis is, is het gepercipieerde risico gestegen dat een pandemie zich kan voordoen. Bovendien heeft de crisis, door haar ontwrichtende karakter, de aandacht gevestigd op andere risico's, zoals de ontwrichting die zou kunnen ontstaan als landen handelsbeperkingen inzetten als geopolitiek instrument, en de economische schokken die verband houden met de klimaatverandering.

De meeste bedrijven willen niet langer alle eieren in één mandje stoppen. Ze kijken niet alleen of de bevoorradingsketens kostenefficiënt zijn, maar ook of ze veerkrachtig zijn. Behalve een toename van de voorraden vindt er daarom ook een geografische spreiding van de bevoorradingsketens plaats, wat nieuwe transactiekosten met zich meebrengt. De termen *reshoring*, *onshoring* en *nearshoring* kwamen in 2022 ruim tien keer zo vaak voor in de jaarverslagen als in 2019 (Aiyar et al., 2023).

Fragmentatie leidt tot hogere rente

Als de wereld uiteenvalt in handelsblokken, zullen de voordelen die vrijhandel de wereld de afgelopen decennia heeft gebracht deels verdwijnen. Zonder vrijhandel is er minder specialisatie van de productie, wat de productiviteit en efficiëntie van de productieprocessen schaadt. Zonder vrijhandel is de markt kleiner en is er minder concurrentie, waardoor bedrijven minder efficiënt produceren en ze consumenten hogere prijzen in rekening brengen. Zonder vrijhandel is er ook minder technologische vooruitgang en een verlies aan welvaart. De geo-economische fragmenta-

tie zal via hogere productiekosten en hogere consumentenprijzen tot een hogere rente leiden.

De economische fragmentatie lijkt niet van voorbijgaande aard te zijn. Met de Russische invasie in Oekraïne is het tijdperk van ongebreidelde globalisering dat eind jaren negentig begon, definitief ten einde gekomen (kader 1). Europa heeft verstrekkende sancties afgekondigd, en in minder dan een jaar tijd de afhankelijkheid van Russische energiebronnen tot vrijwel nul gereduceerd – nadat Rusland in de aanloop van de invasie de gastoevoer naar Europa al had afgeknepen.

De Russische invasie in Oekraïne heeft pijnlijk duidelijk gemaakt hoe gevaarlijk het is om je afhankelijk te maken van één leverancier, wat voor bedrijven opnieuw een prikkel is om hun bevoorradingsketens kritisch tegen het licht te houden. Dat de Russische economie in 2022 niet met vijftien procent kromp, zoals werd voorspeld (Reuters, 2022), maar slechts met 2,1 procent, komt doordat de sancties niet wereldwijd navolging vonden. China heeft Rusland de helpende hand bereikt door gas en olie te kopen, en de export van chips aan Rusland op te voeren. De 'Global South', waaronder landen als India, Brazilië en Zuid-Afrika, hebben geweigerd partij te kiezen bij de oorlog in Oekraïne en zijn handel blijven drijven met Rusland. Dit tekent de geo-economische fragmentatie.

Behalve de conflicten en politieke onzekerheid die bedrijven aanzetten om te onshoren, reshoren, nearshoren en friendshoren (zie kader 2), zijn er ook pull-factoren, zoals de CHIPS Act en de Inflation Reduction Act die bedrijven stimuleren om in de Verenigde Staten te investeren. De Inflation Reduction Act subsidieert de productie van elektrische auto's die worden gemaakt in de Verenigde Staten en in landen die een vrijhandelsovereenkomst met de VS hebben, maar niet met de EU of China. Het betekent dat de elektrische auto's niet langer worden geproduceerd waar de comparatieve voordelen het grootst zijn, maar daar waar de hoogste subsidies worden uitgeoefend.

Beperkt arbeidsaanbod

De geo-economische fragmentatie betekent tevens het einde van het tijdperk van onbeperkt arbeidsaanbod dat de wereldeconomie de afgelopen decennia gekenmerkt heeft. Dat heeft gevolgen voor de lonen, de vraag, de winsten en de rente.

Hogere lonen

Het onbeperkte arbeidsaanbod was het gevolg van de integratie van China – en in mindere mate India – in de wereldeconomie rond de eeuwwisseling, waar aan het begin deze eeuw nog aanzienlijke delen van de bevolking in (absolute) armoede leefden.

De gevolgen van het onbeperkte aanbod van arbeid waren ook voelbaar in geavanceerde economieën, waar de lonen in de afgelopen decennia stagneerden. Bedrijven konden overwinsten realiseren door de productie te outsourcen of offshoren naar landen waar de fabriekslonen maar iets boven het lokale bestaansminimum uitstegen. Doordat het onbeperkte aanbod van arbeid de lonen laag hield, bleven ook de inflatie en de rente laag.

Chipsoorlog en Friendshoring

KADER 1

Ook in andere domeinen wordt de geo-economische fragmentatie zichtbaar. In oktober 2022 legden de Verenigde Staten ingrijpende beperkingen op aan de export van geavanceerde chips naar China, en ook van de machines waarmee je die chips kunt vervaardigen. Het argument dat de regering-Biden hanteert voor het Amerikaanse exportverbod, is dat China de geavanceerde chips gebruikt om militair materieel te produceren en mensenrechten te schenden. Volgens de Amerikaanse regering worden de chips van chipmaker Nvidia worden door China gebruikt om massa's mensen in de Chinese provincie Xinjiang in de gaten te houden. Maar geavanceerde chips worden ook gebruikt in mobiele apparaten, elektrische auto's en game-consoles. En ze vormen de basis voor de volgende generatie technologie, van 5G-internet tot cloudservices en kunstmatige intelligentie.

De exportcontroles zullen Chinese technologiebedrijven aan banden leggen, van chipmakers tot AI-bedrijven. Zonder de toegang tot grote hoeveelheden van deze chips zal China technologisch achterop raken. Het lijkt erop dat het de Verenigde Staten daarom te doen is.

Beijing kan terugslaan met eigen exportrestricties (en heeft in maart dit jaar een klacht ingediend bij de WTO over de Amerikaanse exportrestricties). Het kan bijvoorbeeld de export van zeldzame metalen – waar het nu vrijwel een monopolie op heeft – aan banden leggen. De Verenigde Staten zijn voor veertien kritieke materialen volledig afhankelijk van invoer, en de EU is voor 98 procent van de zeldzame metalen die men gebruikt afhankelijk van China (Lagarde, 2023). Zeldzame metalen zijn onmisbaar in onder meer batterijen voor elektrische auto's en windturbines. Chinese exportrestricties zouden de energietransitie in het Westen ernstig bemoeilijken.

In een scenario waarin China via dwang een einde zou maken aan de autonomie van Taiwan zou er zelfs een echte oorlog kunnen ontstaan tussen de VS en China. Die zou niet alleen veel mensenlevens eisen, maar ook grote gevolgen hebben voor de levensstandaard in het Westen. De Taiwanese chipfabrikant TSMC produceert zestig procent van alle chips in de wereld, en negentig procent van de meest geavan-

ceerde chips. Die fabriek zou kunnen worden vernietigd of in Chinese handen kunnen vallen, met grote gevolgen voor de chipleveranties aan het Westen.

Vanuit de politiek komen er als reactie op de potentiële conflicten tussen grootmachten voorstellen om handelsbeleid aan te passen aan de geopolitieke werkelijkheid. De Verenigde Staten en Europa doen hun uiterste best om de productie van zeldzame aardmetalen en chips in eigen handen te krijgen. Op 9 augustus 2022 heeft president Biden de *CHIPS and Science Act* ondertekend, die voorziet in 280 miljard dollar om het binnenlands onderzoek naar en de productie van halfgeleiderchips in de Verenigde Staten te stimuleren. TSMC investeert veertig miljard dollar in de bouw van een tweede chipfabriek in de Amerikaanse staat Arizona – bij wijze van risicoafdekking tegen China. Duitsland looft aan het Amerikaanse Intel bijna tien miljard subsidie uit om in Duitsland een chipfabriek te komen bouwen. Het tekent hoe pessimistisch de westerse overheden zijn over het perspectief voor de buitenlandse handel.

De Amerikaanse minister van Financiën, Janet Yellen, heeft Amerikaanse bedrijven opgeroepen om alleen nog maar te *friendshore*, oftewel te investeren in 'vertrouwde landen' (Yellen, 2022). Er zijn geen realtime data voorhanden om te beoordelen in hoeverre bedrijven gevolg geven aan Yellens oproep. Tesla heeft Yellens oproep in ieder geval in de wind geslagen, want het bedrijf gaat een fabriek in Shanghai bouwen om een energieopslagsysteem te produceren voor de opslag van hernieuwbare energie. Een hoge functionaris in de regering-Biden omschreef Tesla als een Chinees bedrijf met een Amerikaanse dochteronderneming. Ook Apple heeft de afgelopen tien jaar zo veel geïnvesteerd in de optimalisering van de productieketen in China, dat het vrijwel onmogelijk zal zijn om zich van China los te weken. Sinds Apple, door de coronalockdowns in Guangzhou zijn productiedoelstellingen miste, heeft het bedrijf wel de productie van iPhones in India verdrievoudigd – bijna zeven procent wordt nu in het land geproduceerd. Tegen 2025 wil Apple een kwart van alle iPhones in India produceren, voornamelijk voor de lokale markt.

Als de productie niet langer kan worden geoffshored of geoutsourcet naar landen met lage lonen, maar wordt teruggehaald naar het Westen, dan ligt het voor de hand dat de lonen hier zullen stijgen als percentage van het bbp en de bedrijfswinsten zullen dalen. De afgelopen decennia was dat precies andersom. Toen daalde het arbeidsaandeel in het bbp en steeg het winstaandeel. De daling van de bedrijfswinsten als percentage van het bbp zal groter zijn ingeval multinationals door de geo-economische fragmentatie ook de toegang tot belangrijke afzetmarkten verliezen.

Overigens heb ik in deze analyse nog niet eens rekening gehouden met de gevolgen van de AI-revolutie, een techniek die waarschijnlijk arbeidsbesparend is en dus ook effect kan hebben op de arbeidsmarkt.

Hogere vraag

De geo-economische fragmentatie kan in het Westen gaan zorgen voor een meer robuuste en inclusieve economische groei. Een effect van hogere lonen is een hogere consumptieve vraag, omdat hogere lonen vooral ten goede zullen komen aan de inkomensgroepen die het meest geneigd zijn om hun inkomen daadwerkelijk uit te geven. De periode van vóór corona werd gekenmerkt door seculiere stagnatie, dat wil zeggen 'een structureel tekortschietende vraag'. Dat is nu voorbij. De checks die de Amerikaanse regering stuurde tijdens de pandemie aan iedereen met een laag of middeninkomen, zorgden voor een hausse aan consumentenbestedingen (Carroll et al., 2020) en maakten een einde aan een decennium van lusteloze economische groei.

Lagere winsten en stijgende rente

De ongebreidelde globalisering en torenhoge bedrijfswinsten zorgden de afgelopen twee decennia niet voor hogere bedrijfsinvesteringen, maar resulteerden juist in hogere bedrijfsbesparingen. Er was bijgevolg een spaaroverschot – dat wil zeggen dat de gewenste besparingen groter waren dan de gewenste investeringen. Om de gewenste besparingen en investeringen in evenwicht te brengen, moest de rente dalen. En in de praktijk werd er massaal belegd in (staats)obligaties, wat de prijs van de obligaties opdreef en de rente ervan omlaag duwde.

Wanneer de bedrijfswinsten als percentage van het bbp zullen dalen als gevolg van hogere loonkosten, en de bedrijfsbesparingen afnemen, zal de rentecurve – de verschillen in rente tussen korte- en langetermijnobligaties – steiler worden omdat de afname in investeringen in staatsobligaties niet langer de rentecurve samenperst. Dat zal resulteren in een langetermijnrente die stijgt.

Conclusie

De wereldeconomie is aan het uiteenvallen in concurrerende blokken. De geo-economische fragmentatie heeft verstrekende gevolgen voor de wereldwijde bevoorradingsketens, en maakt de wereldeconomie vatbaar voor aanbodschokken. Volgens een analyse van de ECB kan de versnippering van de mondiale bevoorradingsketens langs geopolitieke lijnen tot een stijging van de consumentenprijzen leiden van vijf procent op de korte termijn tot ongeveer één procent op de lange termijn (Attinasi et al., 2023).

Drie jaar geleden betoogde ik dat de rente laag was omdat China en India in de wereldeconomie waren geïntegreerd, en er daardoor een overschot aan arbeid was, waardoor in westerse landen de lonen stagneerden en er onvoldoende effectieve vraag was – wat weer resulteerde in een spaaroverschot (Mees, 2020). Nu de wereld voor onze ogen versplintert, gaat die analyse niet langer op – en zal de rente structureel hoger zijn dan we het afgelopen decennium gewend waren.

Literatuur

- Aiyar, S., J. Chen, C.H. Ebeke et al. (2023) *Geoeconomic fragmentation and the future of multilateralism*. International Monetary Fund, Staff Discussion Note, 2023/001.
- Attinasi, M.-G., L. Boeckelmann en B. Meunier (2023) *Friend-shoring global value chains: A model-based assessment*. ECB Economic Bulletin, 2/2023.
- Carroll, C. D., Crawley, E., Slacalek, J., M. N. White (2020) *How has the US coronavirus aid package affected household spending*. Research Bulletin, 75.
- ECB (2021) *Strategy review: An overview of the ECB's monetary policy strategy*. Europese Centrale Bank. Artikel te vinden op www.ecb.europa.eu.
- Eickmeier S. en B. Hofmann (2022) *What drives inflation? Disentangling demand and supply factors*. BIS Working Paper, 1047.
- Freeman, D., G. Meijerink, R. Teulings et al. (2022) *Economische verwevenheid met China via handel: twee kanten van een medaille*. CPB/CBS, juni.
- Lagarde, C. (2023) *Central banks in a fragmenting world*. Presentatie bij de Council on Foreign Relations' Series on International Economics. 17 april, New York. Te vinden op www.ecb.europa.eu.
- Lau, L.J. en J. Tang (2018) *The impact of U.S. imports from China on U.S. consumer prices and expenditures*. IGEF Working Paper, 66.
- Mees, H. (2016) *The Chinese birdcage: How China's rise almost toppled the West*. New York: Palgrave Macmillan.
- Mees, H. (2020) *De rente is laag omdat China en India nu economisch meedoen*. ESB, 105(4781), 12–15.
- Reuters (2022) *Four weeks of war scar Russia's economy*. Artikel te vinden op www.reuters.com.
- Yellen, J. (2022) *Special address by US Treasury Secretary Janet L. Yellen*. Presentatie bij de Atlantic Council. 13 april, Washington.

Oplopende rente lost niets op en is wel risicovol

De Europese rente loopt rap op. De presidenten van De Nederlandsche Bank en de Europese Centrale Bank zijn voorstanders van verdere verhogingen. De risico's hiervan voor de Europese economie en het integratieproces in de eurozone zijn zeer aanzienlijk, maar worden onderschat.

IN HET KORT

- De Europese economie is niet oververhit: de arbeidsmarktkrapte is structureel en niet conjunctureel van aard.
- Renteverhogingen remmen de Europese economie onnodig, en vergroten het tekort aan arbeid.
- Het grootste risico nu is fragmentatie van de Europese kapitaalmarkt. Dit bedreigt de euro en het Europese integratieproces.

ANDRE KOLODZIEJAK

Gepensioneerd; voormalig econoom bij de Europese Centrale Bank

Sinds de Europese Centrale Bank (ECB) in juli 2022 gestopt is met de netto-aankopen van obligaties, en een aantal stevige verhogingen van de beleidsrente heeft doorgevoerd, loopt de rente in Europa in rap tempo op. Vanaf 1 maart 2023 vervangt de ECB ook deels de afgeloste obligaties niet meer die zijn aangekocht onder het *Asset Purchase Programme*, en doet aldus aan kwantitatieve verkrapping (Schnabel, 2023a). De ECB wil naar eigen zeggen met deze maatregelen de vraag in de economie verminderen en een loon-prijsspiraal voorkomen – om zo weer een inflatie op middellange termijn van iets minder dan twee procent te bereiken. De zogenaamde Bund-rente, de toonaangevende Duitse rente op tienjarige overheidsschuld – doorgaans de ondergrens van die rente in de eurozone – nam, na een langere periode van daling, ten opzichte van december 2021 met meer dan drie procentpunt toe (figuur 1).

In de persconferentie van 4 mei, na de zevende renteverhoging door de ECB sinds juli 2022, kondigde president Lagarde (2023) verdere verhogingen aan. De president van De Nederlandsche Bank (DNB) laat van zijn kant geen mediagelegenheid voorbijgaan om uit te leggen dat de Europese beleidsrente zeker tot in de buurt van het Amerikaanse niveau van vijf procent dient te worden verhoogd, om de inflatie terug te brengen tot het gewenste niveau van twee procent (Mees, 2022).

Zo'n stevige renteverhoging is niet alleen onnodig (Kolodziejak, 2022), maar een hoog niveau van rente (Chancellor, 2022) en renteverhogingen brengen ook een zeer aanzienlijk risico met zich mee, zo betoog ik in dit artikel. De vorige perioden van sterke renteverhogingen in Europa – bij de Duitse hereniging dertig jaar geleden en tijdens de Euro-

pese financiële crisis – betekenden bijna het einde van de Europese monetaire samenwerking, en de daarmee onlosmakelijk verbonden interne markt van de Europese Unie. Dit wordt gemakkelijk vergeten. Veronachtzaamd dreigt eveneens te worden dat de Europese economie de afgelopen jaren ingrijpende veranderingen heeft ondergaan, die de in de laatste decennia waargenomen hogere beloning van kapitaal ten opzichte van arbeid niet rechtvaardigen (Piketty, 2014).

Geen oververhitting Europese economie

Volgens de voorstanders forse renteverhogingen zou de oververhitting van de economie worden getemperd. Volgens hen is deze verantwoordelijk voor het merendeel van de huidige inflatie (Schnabel, 2023b). Die analyse is echter niet in overeenstemming met de feiten. In de afgelopen twee kwartalen dook de Europese economie net in een recessie. Gezien de stand van de Europese conjunctuur is het afremmen van de Europese economie door verdere renteverhogingen dus helemaal niet nodig. De Duitse economie, verreweg de grootste van de eurozone, bevindt zich ook in een recessie. De Nederlandse economie kromp in het eerste kwartaal van dit jaar e met 0,7 procent. Afgezien van de relatief lage werkloosheid, is het bewijs voor de stelling van oververhitting van de Europese economie afwezig.

Voorstanders van de oververhittingsthese (zoals de president van DNB), verwijzen voor de onderbouwing daarvan vaak naar de tekorten op de arbeidsmarkt. Maar die manifesteren zich vooral in bepaalde sectoren en komen niet door oververhitting, maar door een economie waarvan het consumptiepatroon verschuift van goederen naar diensten (figuur 2), door de vergrijzing (Aksoy et al., 2019) en door de grote en toenemende behoefte aan arbeid voor de export. De toenemende arbeidsvraag heeft dus een structureel karakter en omdat het arbeidsaanbod in uren gemeten in de eurozone de afgelopen vijftien jaar behoorlijk constant is, wordt arbeid (vooral laagbetaalde in bepaalde sectoren) schaars.

Wat ook tegen oververhitting spreekt, is dat het niveau van de rente waarbij deze de economie noch stimuleert noch afremt – dus de zogenaamde 'neutrale rente' – waarschijnlijk in Europa momenteel bij nul ligt (Holston et al., 2017; Fiorentini et al., 2018). En dat de outputgap – het verschil tussen feitelijke productie en potentiële productie – over 2023 volgens de laatste voorspellingen van de Europese Commissie –0,5 procent bedraagt (EC, 2022).

Het risico van het verder opdrijven van de Europese rente, onder het mom van oververhitting bestrijden, is dat de economie overmatig wordt afgeremd. Voor het vaststellen van de conjunctuur is het misleidend om te kijken naar het positieve groeicijfer voor 2022, omdat dit volgde op een

paar magere coronajaren waardoor er sprake was van een, waarschijnlijk rente-inelastische, eenmalige inhaalvraag en daarbij waren de groeicijfers van de belangrijkste componenten van het Europese bruto binnenlands product (bbp) al negatief in het vierde kwartaal van 2022. Dat was vóórdat de renteverhogingen van de ECB een effect kunnen hebben gehad (renteverhogingen werken met een vertraging van minstens vier à zes kwartalen door in de economie). Met andere woorden: al aan het eind van 2022 was de Europese economie kwetsbaar en bevond zich zonder de gevolgen van de renteverhogingen al op de rand van een recessie.

Inmiddels kan het groeiverlies in 2023 door de renteverhogingen tot en met maart 2023 en het stoppen van de obligatieaankopen worden geschat op 3,6 procent voor de EU en 1,2 procent voor Nederland (zie tabel 1).

Te weinig substitutie arbeid door kapitaal

Renteverhogingen hebben aanzienlijke consequenties. Op dit moment is er in de Europese economie, en met name in de Nederlandse, sprake van een structureel tekort aan arbeid – maar niet van een conjunctureel tekort. In de jaren zeventig en tachtig van de vorige eeuw was juist kapitaal de structureel schaarse factor en was er arbeid in overvloed (Den Hartog en Tjan, 1976). Dit leidde destijds tot het logische beleidsantwoord van renteverhoging en loonmatiging. De loonmatiging, af te lezen aan daling van de arbeidsinkomensquote (figuur 2), werd echter ook in het nieuwe millennium volgehouden – toen de omstandigheden zich gewijzigd hadden en dit beleid niet meer opportuun was. Opvallend is ook dat deze loonmatiging samengaat met het groter worden van de werkgelegenheid in de arbeidsintensieve dienstensector ten opzichte van die van de kapitaalintensieve industriële sector; kennelijk vereist een grote dienstensector loonmatiging.

Door de demografische ontwikkeling, en de deels daarmee samenhangende verschuiving in de consumptiepreferenties binnen Europa, bestaat er de laatste twee decennia een aanbodoverschot aan kapitaal en een aanbodtekort aan arbeid. Dit geldt in het bijzonder voor Nederland, alwaar het aantal jaarlijks gewerkte uren per werknemer (1.440) circa acht procent lager ligt dan in de eurozone.

De oplossing voor dit kapitaaloverschot en arbeidstekort is een kapitaalintensievere productie, waarvoor er een hogere prijs van arbeid (arbeidsinkomensquote) en een lagere prijs van kapitaal (kapitaalinkomensquote) nodig is. We zien echter eerder, met name in Nederland, het tegenovergestelde: een arbeidsintensievere en een kapitaalextensievere productie (figuur 3), en ook een relatieve verlaging van de prijs van arbeid (Karabarounis en Neiman, 2013). Dat bedrijven met hun marktmacht de opgelopen inflatie gebruiken om de prijs van hun producten met meer dan de inflatie te verhogen ('graainflatie') verergert het kapitaaloverschot en arbeidstekort.

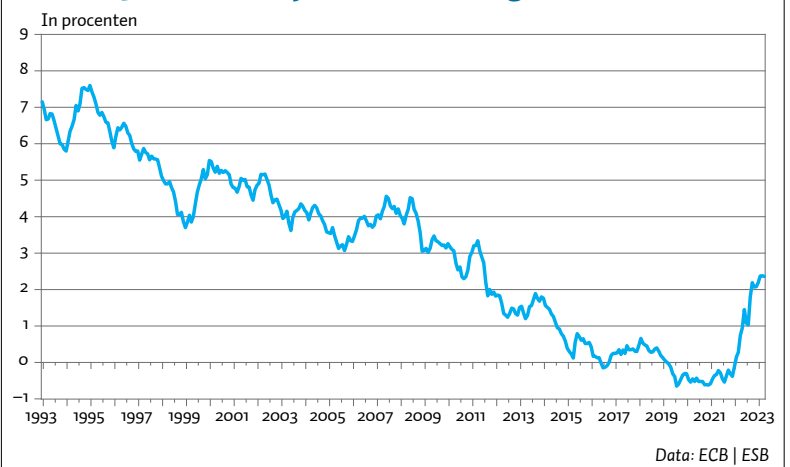
Een forse verhoging van de beleidsrente boven de evenwichtsrente, zoals we die nu zien, vergroot het risico dat het kapitaaloverschot en arbeidstekort zich versterkt doorzetten.

Effect op het bankwezen

Bij de renteverhogingen zijn er tot nu toe twee soorten negatieve effecten bij banken waarneembaar, die bij een verdere verhoging van de rente alleen maar zullen toenemen. Het

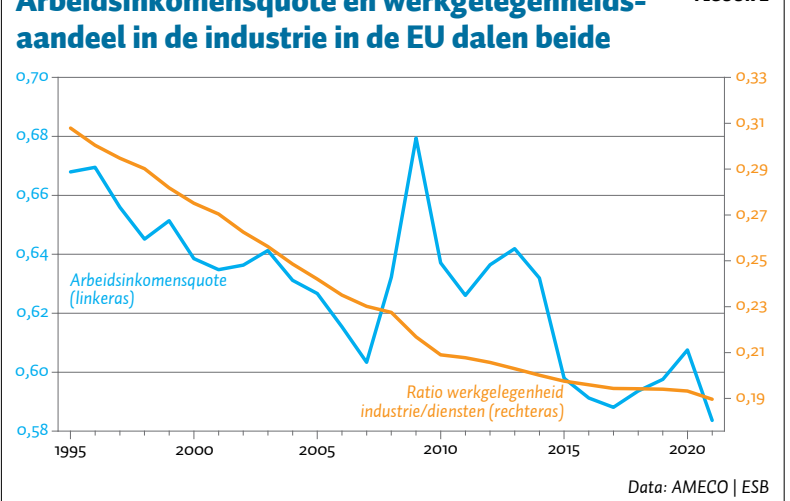
Rente op Duitse tienjaars staatsobligaties

FIGUUR 1



Arbeidsinkomensquote en werkgelegenheidsaandeel in de industrie in de EU dalen beide

FIGUUR 2



Raming effect ECB-maatregelen op bbp-groei

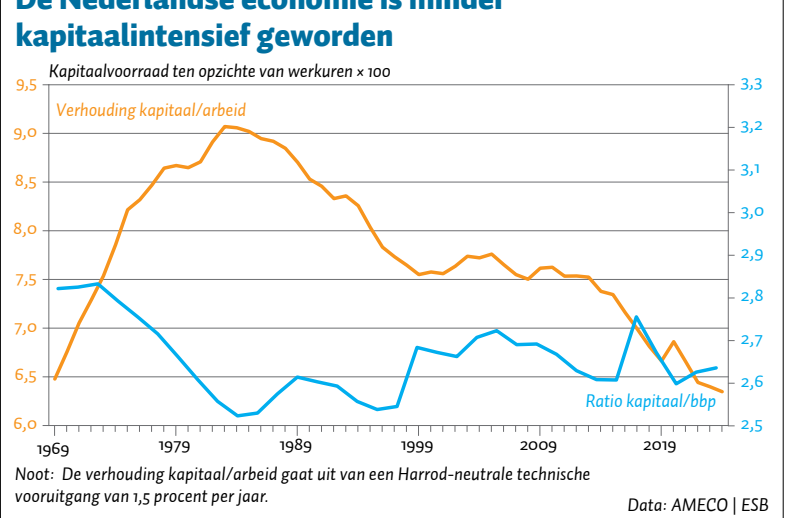
TABEL 1

Effect op bbp-groei 2023 ...	EU	Nederland
van renteverhogingen tot en met maart 2023	-3,0 (EC QUEST)	-0,8 (CPB Saffier 3)
van stop netto-obligatieaankopen	-0,6 (ECB Base)	-0,4 (ECB Base)
Som effecten	-3,6	-1,2

Data: Angelini et al. (2019), Burgert et al. (2020) en Bettendorf et al. (2021) | ESB

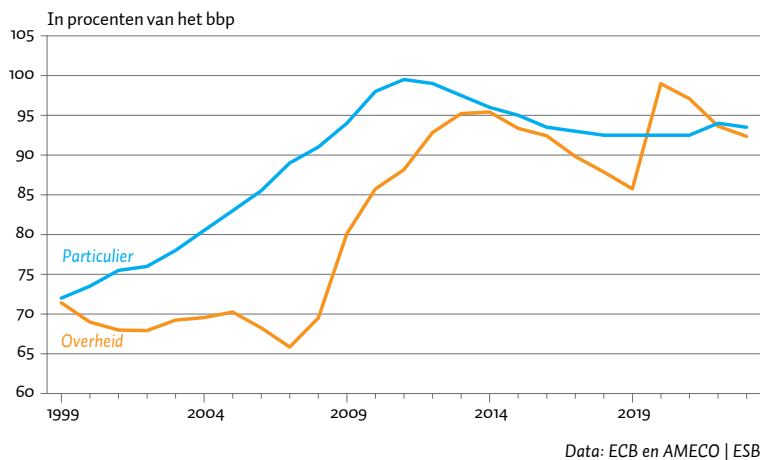
De Nederlandse economie is minder kapitaalintensief geworden

FIGUUR 3



Overheidsschuld en particuliere schuld in de eurozone

FIGUUR 4



Houdbaarheid schulden

Als de rente verder oploopt en door de recessie de inkomens van particulieren en overheden niet overeenkomstig stijgen, dan dreigt er een ernstig houdbaarheidsprobleem voor zowel de particuliere schulden als de overheidsschuld. Wat betreft de overheidsschuld gingen de opstellers van het Verdrag van Maastricht ervan uit dat een schuld van zestig procent van het bbp compatibel was met een nominale groei van vijf procent en een reële groei van drie procent (Kolodziejak en Muijzers, 1991). Momenteel bedraagt de gemiddelde overheidsschuld in de eurozone echter 94 procent (figuur 4), en ligt de reële groei in de komende jaren ver onder de trendmatige groei van circa twee procent. Met de stijgende rentelasten creëert dit onvermijdelijk een schuldhoudbaarheidsprobleem, hetgeen zal uitmonden in een regelrechte crisis wanneer de overheidsschuld voor een groot deel door buitenlandse ingezetenen wordt gefinancierd, en deze hun vertrouwen verliezen. Het roemloze einde van de regering-May in het Verenigd Koninkrijk is een voorbeeld hiervan.

Uit de invulling van de actuele economische parameters in de schuldhoudbaarheidsformule van Domar (1944) kan er geconcludeerd worden dat de meeste landen van de eurozone zich bij teruglopende groei onmogelijk op eigen kracht kunnen bevrijden van een schuld boven de zestig procent van het bbp. Mutualisatie van deze overschuld kan uitkomst bieden (Sachverständigenrat, 2012).

Wat betreft de particuliere schuld geldt dat deze – vanaf het al hoge niveau van ruim zeventig procent van het bbp door jarenlange loonmatiging – in de financiële crisis en de coronacrisis nog eens met circa 25 procentpunt gestegen is (figuur 4). Het houdbaarheidsprobleem van de particuliere schuld bij de achterblijvende reële inkomens is evident, en vergt een inzet van de banken om deze schulden waar nodig te herstructureren.

Houdbaarheid onvoltooide EMU

Het belangrijkste risico van een nog verder oplopende rente in de eurozone is echter de fragmentatie van de Europese kapitaalmarkt. Zo'n fragmentatie was er ook in 2010–2012. Naarmate de lange rente van de grootste Europese economie, met de meest omvangrijke en liquide kapitaalmarkt, namelijk de Duitse, stijgt, beginnen de rentes van de overige landen in toenemende mate daarvan te divergeren – met het gevaar dat een van die rentes een niveau bereikt waarbij de financiering van de staatsschuld onmogelijk wordt. Oplopende rentever schillen zijn ook nu weer zichtbaar, zie tabel 2.

Om die divergentie tegen te gaan, heeft de ECB op 21 juli 2022 een speciaal instrument geïntroduceerd – het *Transmission Protection Instrument* (TPI). Dit moet, aldus haar president, verzekeren dat de leenkosten van landen met een hoge overheidsschuld – in het bijzonder Italië – niet exploderen wanneer de bank de rente verhoogt om de inflatie te beteugelen (Lagarde, 2022). Mayer (2022) meent echter dat de inzet van TPI onvoldoende kan zijn wanneer de spread tussen Italiaans overheidspapier en de Bund de kritische grens nadert – zeker als speculanten massaal short-posities gaan innemen – zoals in 1992, toen Italië het Europees Monetair Stelsel moest verlaten. Zelfs wanneer de ECB onder TPI alle Italiaanse obligaties, die ze nog niet op haar balans heeft staan, zou aankopen ter grootte

Tienjaarsrente in eurolanden

TABEL 2

	Data				Prognose ¹	
	dec 2021	jan 2022	jan 2023	mrt 2023		
Duitsland	-0,38	-0,12	2,19	2,58	4,00	5,00
Nederland	-0,32	-0,10	2,50	3,06	4,83	5,90–6,14
Cyprus	0,64	0,86	4,19	4,30	6,67	7,80–8,15
Roemenië	5,37	5,37	6,80	7,96	9,28	9,46–10,56
Griekenland	1,29	1,62	4,29	4,53	7,29	7,75–9,33
Italië	1,05	1,35	4,24	4,62	6,60	7,67–8,07

¹ Modelberekeningen voor tienjaarsrentes van landen gegeven de Duitse rente

Data: ECB | ESB

eerste effect, dat te vinden is bij Europese banken, met een initieel stabiele beurskoers en een oligopolistische marktsituatie zoals in Nederland, is dat de marge tussen uitzettingen (op de markt, of bij de ECB) en spaargeld toeneemt, en daarmee ook de winst. Wanneer deze winst ten goede komt aan de aandeelhouders zal dit de beurskoers opstuwten, en kan dit leiden tot speculatieve bubbels op het moment dat de winst weer normaliseert. Ook neemt hierdoor zowel het overtollige kapitaal als het risico op een onderbesteding in de economie toe (Keynes, 1936; Skidelsky, 2011).

Het tweede effect, dat we met name bij regionale banken in Amerika – zoals de First Republic, Signature en Silicon Valley Bank al waarnemen, maar ook in Europa bij Credit Suisse – is dat na negatief nieuws de beurskoers instort en klanten massaal hun geld van de bank halen, waarna de betreffende bank de reserves te gelde moet maken (Brunnermeier, 2023). Aangezien die reserves grotendeels uit obligaties bestaan – waarvan de koers door de oplopende rente gedaald is – zal dit leiden tot meer negatief nieuws, waarna de beurskoers verder instort en er nog meer geld wordt opgenomen, totdat de reserves zijn uitgeput en de bank failliet gaat of overgenomen wordt. Dit lot is niet slechts voorbehouden aan banken met onvoldoende reserves en slecht (rente)management. Tegen heel slecht nieuws, een langdurig omgekeerde yieldcurve en ineenstorting van de waarde van het *collateral*, en uitzettingen en beleggingen is geen enkele bank bestand. Tenzij ze natuurlijk onbeperkt, ongedekt en bijna kosteloos krediet krijgt van de centrale bank.

van het Italiaanse bbp van 1.800 miljard euro, is de lucht nog niet geklaard omdat ook dan een nieuwe Italiaanse emissie de facto onmogelijk is.

Belangrijk om te beseffen is dat dit divergentieprobleem, met het risico van fragmentatie, ingewikkelder en hardnekkiger is dan het door menig econoom wordt voorgesteld. Het is niet uitsluitend een onderscheid tussen de rentes van de noordelijke landen met een goed beleid, en de zuidelijke landen met een slecht beleid, waarbij de renteversillen disciplinerend werken. Het kan ook landen treffen met goed beleid en een goede uitgangspositie. Het renteversil tussen de Nederlandse en de Duitse staatsobligaties, met een looptijd van tien jaar rente nam tussen december 2021 en begin maart 2022 toe van 0,06 tot 0,50 procentpunt. En volgens een geschat model zou dit verschil kunnen oplopen tot 0,83 wanneer de Duitse rente vier procent zou bedragen, en maar liefst tot 0,90 à 1,14 bij een rente van vijf procent (tabel 2).

Juist in een reactie op dit divergentieprobleem is de euro tot stand gekomen. Een belangrijke reden voor de creatie van de euro was juist om de asymmetrische reacties van andere lidstaten op een Duitse renteverhoging te onderwerpen. De hoge Duitse rente in de jaren negentig zorgde ervoor dat de andere Europese valuta reëel apprecieerden, en dat het Europees Monetair Stelsel in 1993 uit elkaar viel. De oplossing voor deze permanente bedreiging van de interne markt, en daarmee van de EU, was de invoering van de Europese Economische en Monetair Unie (EMU) en de euro in 1999. Artikel 7 EEG uit 1957 bepaalde immers al dat de wisselkoers van de lidstaten een aangelegenheid van gemeenschappelijk belang was, omdat er anders met wisselkoersmanipulaties concurrentievoordelen werden gecreëerd. Dat de euro een politiek offer van Duitsland aan Frankrijk was – en geen economische noodzaak, met name voor de Duitsers – is een wijdverbreide mythe (Vos, 2021).

Zolang de EMU niet voltooid wordt met een gezamenlijke schuldopname door de lidstaten (maar deze apart gefinancierd blijft) komt het oude spook van de oplopende Duitse rente steeds weer terug in nieuwe gedaantes – en vormt zo een bedreiging voor het voortbestaan van de euro en daarmee van het Europese integratieproces. Dat proces heeft immers als kern een eerlijke, stabiele en efficiënte interne markt (Padoa-Schioppa, 1987; Cecchini et al., 1988), in de traditie van de naoorlogse verworvenheid van de *Soziale Marktwirtschaft* (Müller-Armack, 1947; Schlecht, 1990).

Conclusie

De stijgende centralebankrente remt de Europese economie, die al niet oververhit was, verder af. BBB Daarbij zitten er aan deze oplopende rente ernstige risico's vast, voor zowel de financiële stabiliteit als de houdbaarheid van private en publieke schulden. De oplopende rente bevordert ook de substitutie van arbeid door kapitaal niet, die om demografische redenen gewenst is, en stimuleert evenmin het aanbod van arbeid.

Erger is echter dat we nu al tekenen zien van een fragmentatie van de Europese kapitaalmarkt – die zich, bij een verder oplopende Duitse rente, verheft en net als tijdens de eurocrisis een groot gevaar vormt voor het Europese integratieproces. Het is hoog tijd om deze onvolkomenheid

van de EMU op te heffen, en om over te gaan tot een gezamenlijke Europese schulduitgifte – waarbij elke lidstaat wel verantwoordelijk blijft voor zijn eigen schuld. Ook is er een zekere herstructurering van de Europese schuld van overheid en particulieren nodig – om die weer houdbaar te maken op een structureel lager groeipad. Zo wordt er verhinderd dat het monetaire beleid haaks komt te staan op de financiële stabiliteit van de eurozone.

Literatuur

- Aksoy, Y., H.S. Basso, R.P. Smith en T. Grasl (2019) Demographic structure and macroeconomic trends. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), 193–222.
- Angelini E., N. Bokan, K. Christoffel et al. (2019) *Introducing ECB-Base: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area*. European Central Bank Working Paper, 2315.
- Bettendorf L., S. Boeters, A. van der Horst et al. (2021) *Saffier 3.0: Technical background*. CPB Background Document, 21 december.
- Brunnermeier, M. (2023) *Rethinking monetary policy in a changing world*. International Monetary Fund Finance and Development, maart.
- Burgert, M., W. Roeger, J. Varga et al. (2020) *A global economy version of QUEST: Simulation properties*. European Commission Discussion Paper, 126.
- Cecchini, P., M. Catinat en A. Jacquemin (1988) *The European Challenge, 1992: The benefits of a single market*. Aldershot: Gower Publishing.
- Chancellor, E. (2022) *The price of time*. Londen: Penguin.
- Domar, E.D. (1944) The 'burden of the debt' and the national income. *The American Economic Review*, 34(4), 798–827.
- EC (2022) *Economische najaarsprognoses 2022: EU-economie op een keerpunt*. Europese Commissie, 11 november. Te vinden op ec.europa.eu.
- Fiorentini, G., A. Galesi, G. Pérez-Quiróz en E. Sentana (2018) *The rise and fall of the natural interest rate*. Banco de España Working Paper, 1822. Te vinden op ssnr.com.
- Hartog, H. den, en H.S. Tjan (1976) Investments, wages, prices and demand for labour. *De Economist*, 124, 32–55.
- Holston, K., T. Laubach en J.C. Williams (2017) Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants. *Journal of International Economics*, 108, S59–S75.
- Karabarbounis, L. en B. Neiman (2013) The global decline of the labor share. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(1), 61–103.
- Keynes, J.M. (1936) *The general theory of employment, interest and money*. Londen: Palgrave MacMillan.
- Kolodziejak, A. (2022) Forse renteverhoging in de eurozone is onverstandig. *ESB*, 107(4812), 344–346.
- Kolodziejak, A.M.M. en A.P.M. Muijzers (1991) Het Verdrag van Maastricht. *ESB*, 76(3837), 1209–1213.
- Lagarde, C. (2022) *Monetary policy statement*. Persconferentie Europese Centrale Bank. 21 juli, Frankfurt am Main. Te vinden op ecb.europa.eu.
- Lagarde, C. (2023) *Monetary policy statement*. Persconferentie Europese Centrale Bank. 4 mei, Frankfurt am Main. Te vinden op ecb.europa.eu.
- Mayer, T. (2022) *ECB's transmission protection instrument may lead to further crises*. OMFIF Bericht, 7 september.
- Mees, H. (2022) Verschil benadering van Federal Reserve en ECB gerechtvaardigd. *ESB*, 107(4805), 27.
- Müller-Armack, A. (1947) *Wirtschaftslenkung und Marktwirtschaft*. Düsseldorf: Verlag für Wirtschaft und Sozialpolitik.
- Padoa-Schioppa, T. (1987) *Efficiency, stability and equity: Strategy for the evolution of the economic system of the European Community*. Report to the Commission of the European Communities. Oxford: Oxford University Press.
- Piketty, T. (2014) *Kapitaal in de 21ste eeuw*. Amsterdam: De Bezige Bij.
- Sachverständigenrat (2012) *Jahresgutachten 2011/2012. Verantwortung für Europa wahrnehmen*. Wiesbaden: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.
- Schlecht, O. (1990) *Grundlagen und Perspektiven der Sozialen Marktwirtschaft*. Tübingen: Mohr Siebeck.
- Schnabel, I. (2023a) *Back to normal? Balance sheet size and interest control*. Presentatie op een bijeenkomst van de Columbia University. 27 maart, New York.
- Schnabel, I. (2023b) *Inflation in the euro area and the US – causes, persistence, outlook*. Presentatie op de 39th Annual NABE Economic Policy Conference. 29 maart, Washington, DC.
- Skidelsky, R. (2011) *Three stories of capitalist crisis*. Maastricht University, Brussel, 14 januari. Te vinden op maastrichtuniversity.nl.
- Vos, H. (2021) *Dit is Europa: De geschiedenis van een Unie*. Gent: Borgerhoff & Lambergts.

Trek lessen over inflatie en rente uit de jaren zeventig

Eind jaren zeventig luidden inflatie- en rentestijgingen een maatschappelijke omwenteling in. Ook toen werden de rente en inflatie primair bepaald door een stijging van de energieprijzen en een periode van accommoderend monetair beleid. Wat kunnen we leren van toen?

IN HET KORT

- Lage rentes zetten via de inflatie van financiële waarden aan tot overmatig speculatie en een bredere misallocatie van kapitaal.
- Trage reacties van centrale banken en de tijd die verstrijkt voordat renteveranderingen effect sorteren, laten de inflatie oplopen.
- Anders dan in de jaren zeventig zijn loonstijgingen verdedigbaar, al verhogen ze de inflatie en vergroten ze de kans op een recessie.

ARTHUR VAN RIEL

Onderzoeker bij de Wetenschappelijke Raad voor het Regeeringsbeleid (WRR)

Het afgelopen jaar is de inflatie sterk opgelopen, met in haar voetspoor de verschillende rentestanden. Dit gebeurde eerder in de jaren zeventig en tachtig. Na die jaren zijn de rentes gestaag gedaald, en zijn ze door het monetaire beleid lang laag gehouden. Welke impact hebben de rentebewegingen gehad en welke lessen zijn daaruit te trekken?

CASPER DE VRIES

Hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam en lid van de WRR

Jaren zeventig: stagflatie

In verschillende loonrondes tijdens de jaren zestig maakten lonen onder invloed van snelle welvaarts-groei en arbeidsmarktkrapte een inhaalslag – wat de inflatie opdreef; zie kader 1. In de Verenigde Staten werd de Vietnamoorlog deels monetair gefinancierd, hetgeen door de koppeling van de gulden aan de dollar ook in Nederland tot meer inflatie leidde dan in de jaren vijftig. Het Nederlandse monetaire beleid volgde het Duitse, met als aanvankelijk gevolg vooral een stijging van de effectieve wisselkoers (tot 1979 met een derde; Szász (1981)).

Door de oliecrisis steeg vanaf 1973 de inflatie in Nederland snel, met name door het ‘haasje-over’ van de loonindexatie, en de daaraan via de koppeling gebonden uitgaven aan de zich sterk uitbreidende sociale zekerheid.

In zijn Vintaf-jaargangenmodel stelde het Centraal Planbureau vast dat de snel stijgende loonkosten leidden tot de uitstoot van arbeid, vervroegde vervanging van kapitaalgoederen op basis van de hoge energie- en arbeidskosten, en een verlies aan concurrentiekracht (Den Hartog en Tjan 1974).

Initieel reageerde De Nederlandsche Bank (DNB) op de eerste oliecrisis nog door in 1974 de beleidsrentes beperkt en in 1975 fors te verlagen. In de jaren daarna werd er wel afgeremd, maar onvoldoende om de inflatoire verwachtingen te temperen.

Dat het Nederlandse budgettaire beleid net als nu trachtte te compenseren voor de oplopende inflatie, hielp niet. Aanvankelijk tempert een oplopende inflatie de overheidsschuld via het noemer-effect (het nominale bbp neemt sterker toe) en lijkt er dus budgettaire ruimte te zijn voor ondersteuning. Maar na enige tijd gaan de uitgaven voor uitkeringen, salarissen en rentekosten meebewegen, en loopt de overheidsschuld rap op (Bankowski et al., 2023).

Daarnaast nodigde in de jaren zeventig de negatieve reële rente uit tot een toename in de schuldquote van bedrijven en huishoudens, en werden structurele aanpassingen uitgesteld (Van Zanden, 1997). Deze hogere waardering van activa door een dalende reële rente leidt bovendien tot een herverdeling van jongere en minder welvarende bezitters, naar rijkere ouderen, zo weten we nu (Fagereng et al., 2023).

Jaren tachtig: monetaire omslag

Eind jaren zeventig veranderde DNB het beleid met een serie renteverhogingen. Dit gebeurde mede om de luchtbel die op de woningmarkt was ontstaan leeg te laten lopen. De daling van de huizenprijzen was echter zo groot – in de orde van dertig procent – dat voor veel particulieren de marktwaarde van hun huis nog jaren lager lag dan de aangegane schuld. Bedrijfssluitingen waren aan de orde van de dag, en de werkloosheid reikte vanaf 1983 boven de negen procent. Die officiële cijfers vormen bovendien een onderschatting, aangezien een fors deel van degenen die onder een regeling voor uittreding of arbeidsongeschiktheid vielen in feite verborgen werklozen waren.

De verandering van monetair beleid eind jaren zeventig, had ook nog een ander gevolg: ze dwong de overheid om zich te matigen, en beëindigde zo het ‘haasje-over’ van de loonindexatie, en de daaraan via de koppeling gebonden publieke uitgaven.

Op de arbeidsmarkt volgde in de loop van de jaren tachtig een restauratie door loonmatiging. De belangrijkste invulling die werkgevers en vakbonden gaven aan het akkoord van Wassenaar was dat de werkgevers de werkweek zouden bekorten, in ruil voor het afzien van prijscompensatie of verdere looneisen – ambtenarensalarissen en het minimumloon werden in absolute zin gekort en vervolgens op het hetzelfde peil gehandhaafd. En al is er op het beeld van ‘Wassenaar’ als keerpunt wel wat af te dingen – in 1982 lag de cao-loonvoet weer boven de 7 procent, na daling van 11,4 naar 3,8 procent tussen 1971 en 1981 – de loonafremming leidde voor de sterk op internationale handel georiënteerde Nederlandse economie hoe dan ook tot een ruilvoetverbetering.

Door de aansluiting bij het Duitse monetaire beleid profiteerde Nederland later in de jaren tachtig en negentig wel van rentes die in internationaal perspectief gezien laag waren.

Opvallend aan deze periode ten aanzien van de financiële sector is dat er ondanks de monetaire turbulentie nauwelijks financiële crises waren in de langere naoorlogse periode.

Gebruik rente-instrument en schuldgroei

De belangrijkste wending in het monetaire beleid zelf – in belangrijke mate in gang gezet door de Federal Reserve onder Volcker – was het expliciete gebruik van het rente-instrument, dat later door onder meer de Europese Centrale Bank (ECB) werd overgenomen. Door de overgang naar een vast rentebeleid kwam er stabiliteit, ook al betekende dit dat in een tijd van hoge inflatie de beleidsrente hoog moest worden vastgezet.

Het eerdere geldhoeveelheidsbeleid bleek namelijk niet te werken. De rentes die volgden uit de beleidsmatig gekozen geldhoeveelheid varieerden sterk, omdat de geldvraag fluctueerde door onzekerheid over de economie. Deze renteschommelingen bleken funest voor de investeringsvraag. Als het onduidelijk is tegen welke rente toekomstige kosten en baten moeten worden verdisconteerd, dan wordt het moeilijk om de rentabiliteit van projecten te bepalen en worden die uitgesteld.

Het nieuwe monetaire beleid leidde, samen met de opmars van bancair krediet als primaire vorm van geldschepping, tot een uitzonderlijke schuldgroei (Van Riel en De Vries, 2023). De gevraagde geldhoeveelheid paste zich aan de geldende beleidsrentes aan en eerdere directe remmen op de creatie van deposito's werden niet langer gebruikt. Voorheen had DNB gebruikgemaakt van structuurregimes (beperkingen aan de functies van banken) en beperkingen aan de aard en mate van kredietverstrekking om de kredietverstrekking – en daarmee de geldgroei – in de hand te houden. Deze instrumenten behoorden in de naoorlogse periode tot de kern van het beleid, juist om renteschokken te vermijden, maar werden nu terzijde gelegd (Visser en Barendregt, 1997).

Met het loslaten van de kredietbeperkingen steeg de voorheen lage Nederlandse private schuldquote verder boven het hogere niveau dat met de 'huizenbel' van midden jaren zeventig al was bereikt (Van Riel en De Vries, 2023). De belangrijkste drijvende krachten daarbij waren de snelle verdringing van cash in het betalingsverkeer, en de fiscale renteaftrek op hypotheek. Maar ook geliberaliseerde leenvormen (zoals aflossingsvrije hypotheek), het effect van de kapitaalgedekte pensioenen op de vraag naar hypotheek (door beklemd besparingen), en de vergaande concentratie van het bankwezen, speelden daarbij een rol. Sinds de jaren negentig is de Nederlandse schuldquote gaan behoren tot de hoogste van de ontwikkelde economieën.

Vanaf de jaren negentig: gestage rentedaling

De hoge beleidsrente van de centrale banken had de inflatie begin jaren tachtig tot staan gebracht, waarna deze langzaam kon gaan dalen. In de jaren negentig en de eerste decennia van de 21e eeuw kwamen de prijzen en lonen in OESO-landen onder druk. De oorzaak hiervan was het enorme extra arbeidspotentieel, dat met de val van de muur en de toetreding van China tot de WTO op de wereldmarkten kwam (Mees, 2020). Door de lage prijzen en zeer gematigde loongroei kon de nominale rente verder dalen.

Rentedeterminanten

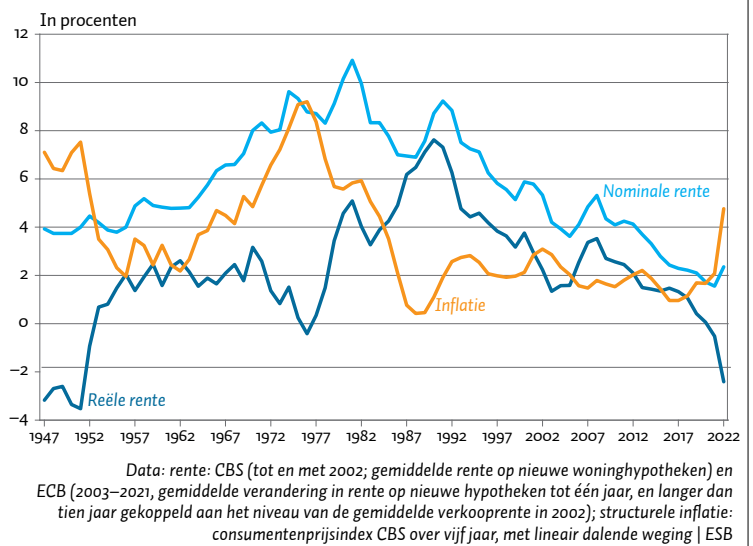
KADER 1

De nominale rente wordt bepaald door de reële groeivoet van de economie (langjarig iets onder de twee procent), en door specifieke factoren als de vergoeding voor de (verwachte) inflatie, het kredietrisico (kans dat er niet wordt terugbetaald), en de effecten van het monetaire beleid. Sinds centrale banken in de jaren tachtig voornamelijk de korte rente als beleidsinstrument zijn gaan gebruiken, wordt deze rente in belangrijke mate niet langer door de markt bepaald, maar door beleidsbeslissingen. Als er gesproken wordt over de reële rente, dan wordt deze veelal gedefinieerd als 'de nominale rente minus de verwachte inflatie'. Verder kan er een onderscheid worden gemaakt naar looptijden en emittenten;

overheid, bedrijven of hypotheeknemers. De naoorlogse geschiedenis van de Nederlandse nominale en reële rente is op basis van de markt voor woninghypotheek weergegeven in figuur 1 – samen met de structurele inflatie. Daarin is te zien dat de inflatie een belangrijke factor is bij de bepaling van de nominale rente. In veel landen speelt ook het kredietrisico een rol, maar in Nederland is het risico op staatsobligaties sinds de naoorlogse jaren zeer beperkt, en ook voor hypotheekverstrekkers met het huis als onderpand is het kredietrisico klein. Wel willen hypotheekverstrekkers gecompenseerd worden voor de verwachte geldontwaarding, zodat de hypotheekrente structureel boven de inflatievoet ligt.

Inflatie en de nominale en reële rente op woninghypotheek in Nederland, 1947–2022

FIGUUR 1



Maar een lage rente maakt krediet goedkoop, en nodigt uit tot een overmaat aan schuld. De verdere rentedaling had het effect dat er 'speculatieve bellen' konden ontstaan, met de kredietcrisis als gevolg.

De maatschappelijke impact van de kredietcrisis was enorm. Veel grote banken moesten het veld ruimen, waardoor de kredietverstrekking onder druk kwam te staan. De bedrijvigheid nam af en de werkloosheid liep sterk op. Door de plotseling gestegen rente kwamen met name de overheden met een hoge schuld in de problemen, wat mede leidde tot de eurocrisis. Na initieel gestegen overheidsuitgaven werd er snel daarna sterk bezuinigd. Dit zorgde via de bestedingen voor een tweede dip. Centrale banken brachten daarop de rente nog verder omlaag om het herstel te kunnen bevorderen.

Het probleem was echter dat de beleidsrente moeilijk nog veel verder omlaag kon. De nominale rente heeft een natuurlijke benedengrens bij nul, omdat bij negatieve waarden een vlucht uit bankdeposito's volgt. Om toch de liquiditeit en de bestedingen aan te jagen, kochten centrale banken op grote schaal obligaties op. Dit had echter weinig effect op de bestedingen, omdat een groot deel van de stimulans richting financiële activa ging.

De ECB begon bovendien pas in 2015, veel later dan de Fed, met dit opkoopbeleid. Het leidde niet tot hogere inflatie, omdat de daling van de olieprijs in 2014 (met vijftig procent) een groter negatief effect had op de prijzen en op het economisch herstel (Van Marle en De Vries, 2015). Het beleid zorgde wel voor inflatie van financiële waarden zoals huizenprijzen, maar door de internationale concurrentie en geglobaliseerde productie was er weinig ruimte voor loonstijging en voor inflatie van consumentenprijzen.

Huidige ontwikkeling en beleidsreactie

Voor consumentenprijzen exclusief energie en voeding is de inflatie in 2022 en 2023 in een vrijwel rechte lijn opgelopen van 0,6 procent per jaar in juni 2021 tot 6,7 procent in februari 2023. Sindsdien is dit cijfer vrijwel stabiel. Door de vooralsnog gedaalde energieprijzen nam de totale inflatie op jaarbasis in maart fors af (van 8,0 procent in februari naar 4,4 procent), maar ook deze ligt met 6,1 procent inmiddels weer hoger. De inflatie in het eurogebied (HCPI) is de laatste maanden wel verder afgenomen en lag in mei eveneens op 6,1 procent.

De overheid heeft geprobeerd via diverse maatregelen met name de lage inkomens te compenseren voor de inflatie. Deze steunmaatregelen gaan echter in tegen het verkrappende monetair beleid; en een ruilvoetverlies kan niet worden goedgemaakt met extra uitgaven. Net als in de jaren zeventig blijft hierdoor de inflatie langer hoog.

Net als bij de inzet van kwantitatieve verruiming, is de ECB bovendien ook met het verhogen van de rente aanzienlijk later begonnen dan de Fed. Ze moet anders dan de Fed rekening houden met het feit dat zij een lage en stabiele inflatie nastreeft namens staten met heterogene belangen én kredietrisico's. De herfinancieringsrente is sinds juli 2022 in zes stappen verhoogd, van 0,0 tot 3,5 procent. Inmiddels is de huizenmarkt wel aan het afzwakken, maar loopt de rentestijging nog altijd achter op de inflatie, waardoor de reële rente daalt. Rentebesluiten sorteren pas na ongeveer een jaar effect. Het is voor monetair beleids-makers daarmee de kunst om de rente tijdig aan te passen; in die zin hebben de monetair autoriteiten te laat en onvoldoende geanticipeerd op de wending in de kerninflatie en de doorwerking van de snel stijgende energieprijzen.

Parallellen en verschillen met jaren tachtig

We zien een aantal elementen uit de stagflatieperiode terugkeren, met name een oplopende kerninflatie en een rentebeleid dat traag reageert. En net als in de jaren zeventig is er sprake van een energiecrisis die monetair beleidsvragen op scherp zet. Bovendien lopen de overheidsbudgetten uit de hand; na de hoge uitgaven in de coronaperiode houden overheden er een stapeling van budgettaire wensen op na. In tegenstelling tot destijds is er bovendien sprake van zeer hoge schuld niveaus. Dit versmalt de ruimte voor monetair en budgettaire beleidsreacties vergaand.

Op de arbeidsmarkt is de vergelijking minder eenduidig. De jaren zeventig werden gekenmerkt door de vanaf de vroege jaren zestig ontstane krapte. Die had tot gevolg dat de geleide loonpolitiek onhoudbaar werd, de loonvoet wegliep van die in de cao's, dat er in steeds grotere mate zwart werd uitbetaald, en de werkloosheid zelfs in 1980 niet hoger

lag dan 4,5 procent – pas daarna liep deze snel op.

Ook nu is er sprake van krapte op de arbeidsmarkt – en deze heeft bovendien een structurele oorzaak: de groei van de potentiële beroepsbevolking is sinds de jaren tachtig gedaald en deze is inmiddels tot staan gekomen. Het effect daarvan op de feitelijke beroepsbevolking is lang gecompenseerd door verhoging van de arbeidsdeelname, maar daar lijkt met een participatie in de leeftijdsgroep 15 tot 65 jaar die inmiddels boven de tachtig procent ligt en met een urenkeuze die onder invloed van de welvaart naar verwachting verder zal dalen een einde aan te zijn gekomen. Daar komt bij dat als gevolg van volgehouden loonmatiging de lonen in Nederland ook in comparatieve zin achterlopen. Er is sprake geweest van een arbeidsintensieve groei die gepaard ging met lage productiviteitswinst (Van Riel en Van Zanden, 2023).

Lessen

We trekken de volgende drie lessen. Ten eerste moet de centrale bank de rente sneller kunnen laten oplopen en daar ook naar handelen, want monetair beleid heeft pas na enkele maanden een effect. Nu ijlen de rentebesluiten achter de oplopende kerninflatie aan, waardoor deze zich kan vastzetten in loon- en prijsverwachtingen. En ook al is vanuit stabiliteitsoverwegingen geredeneerd een trage reactie begrijpelijk, het feit dat deze trage reactie nodig is, is wel een mede door de centrale bank gecreëerd probleem.

Ten tweede gaan overheden er onterecht van uit dat prijsstijgingen budgettaire ruimte creëren voor inkomenssteun omdat de schuldquote aanvankelijk daalt. Als de prijsstijgingen breder doorwerken in de economie, neemt echter ook bij de overheid de budgettaire ruimte af, en bovendien wakkert inkomenssteun de inflatie aan.

En ten derde leidt ook nu structurele krapte op de arbeidsmarkt tot druk op de loonvorming. Gegeven de verschuivende factorverhoudingen valt te verwachten dat arbeid relatief beter beloond zal gaan worden. Die loontijgingen zijn verdedigbaar, maar voorkomen moet worden dat ze doorwerken in inflatoire verwachtingen.

Literatuur

- Bankowski, K., O. Bouabdallah, C. Checherita-Westphal et al. (2023) *Fiscal policy and high inflation*. ECB Economic Bulletin, 2/2023.
- Fagereng, A., M. Gomez, É. Gouin Bonenfant et al. (2023) *Asset-price redistribution*. Paper, mei. Te vinden op benjaminmoll.com.
- Hartog, H. den, en H.S. Tjan (1974) *Investerings, lonen, prijzen en arbeid-splaatsen: een jaargangenmodel met vaste coëfficiënten voor Nederland*. Centraal Planbureau Occasional Paper, 2.
- Marle, B. van, en C. de Vries (2015) *QE geen zichtbaar effect op economisch herstel in Europa*. ESB, 100(4723 & 4724), 716–719.
- Mees, H. (2020) *De rente is laag omdat China en India nu economisch meedoen*. ESB, 105(4781), 12–15.
- Riel, A. van, en C.G. de Vries (2023) *De dynamiek van naoorlogse private schuldgroei in Nederland*. TSEG – *The Low Countries Journal of Social and Economic History*, 20(2).
- Riel, A. van, en J.L. van Zanden (2023) *Complacent capitalism: Productivity growth and secular slowdown in the Dutch economy, 1982–2020*. Maddison Project Working Paper, januari. Te vinden op www.rug.nl.
- Szász, A. (1981) *Het wisselkoersdebat*. In: E. den Dunnen (red.), *Zoeklicht op beleid*. Leiden/Antwerpen: Stenfert Kroese, p. 303–323.
- Visser, H. en J. Barendregt (1997) *Towards a new maturity, 1940–1990*. In: M. 't Hart, J. Jonker en J.L. van Zanden (red.), *A financial history of the Netherlands*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Zanden, J.L. van (1997) *Een klein land in de 20e eeuw: Economische geschiedenis van Nederland 1914–1995*. Utrecht: Het Spectrum.

Bescherm energietransitie tegen inflatiebestrijding

Na een periode waarin het geld bijna gratis was, hebben de centrale banken hun rentetarieven in korte tijd fors verhoogd om de inflatie af te remmen. Zo steeg de depositofaciliteit van de Europese Centrale Bank (ECB) van nul procent in juli 2022 naar drie procent in maart 2023.

De hogere rente is slecht nieuws voor de energietransitie. Volgens een simpele berekening, op basis van een model van het Deense energie-agentschap zou een verhoging van de kapitaalkosten van vijf naar tien procent de kosten van de hernieuwbare energie doen stijgen met 47 à 60 procent, terwijl de kosten van stroom uit gasgestookte centrales slechts 8 procent omhoog zouden gaan (Voldsgaard et al., 2022).

Dat de kostprijs over de gehele levenscyclus van de duurzame energie zo veel gevoeliger is voor kapitaalkosten komt doordat de fossiele brandstoffen relatief hoge operationele uitgaven hebben. Dat zijn dus vooral de kosten voor het gas of de olie zelf, terwijl het aandeel van de kapitaalkosten in de totale kosten relatief laag zijn – bij hernieuwbare energieën is dit juist andersom. Omdat de hernieuwbare projecten de afgelopen jaren ook voor circa negentig procent gefinancierd zijn met vreemd vermogen, zijn de financieringskosten een van de belangrijkste kostenposten voor wind- en zonne-energie (Steffen, 2018). De gestegen rente drukt dus de rendementen op investeringen in hernieuwbare energietechnologieën, vooral via duurder leningen, terwijl met de inflatie ook de prijzen voor de benodigde componenten stijgen.

Juist de tot voor kort lage financieringskosten gaven de energietransitie de wind in de rug. Zij maakten de transitie namelijk veel goedkoper dan men eerder had aangenomen (Polzin et al., 2021). Veel modellen rekenden met de relatief hoge uniforme kapitaalkosten van 8,5 procent voor elk land, terwijl in de praktijk de financieringscondities voor een zonnepark in Nederland of Duitsland veel beter zijn.

Het risico is nu dat de centrale bank met de hoge rente niet alleen de inflatie bestrijdt, maar ook de energietransitie. Dat is slecht nieuws in een tijd waarin we juist sneller moeten overstappen op duurzame energie, en onze afhankelijkheid van fossiele brandstoffen dienen te verminderen. Bovendien hebben we het afgelopen jaar gezien hoezeer vooral fossiele brandstofprijzen tot prijsinstabiliteit kunnen leiden. Ook de prijsstabiliteit is dus gediend bij een versnelling van de energietransitie.

De huidige rem op de energietransitie is reëel. De rente is nu op een niveau dat in 2019 nog door de onderzoekers van de energietransitie als een extreem scenario gezien werd (Schmidt et al., 2019) en waarin de investeringen in hernieuwbare energieën buitenproportioneel hard geraakt worden (Polzin et al., 2021).



FRIEDEMANN POLZIN

Universitair hoofddocent aan
de Universiteit Utrecht

Om de gevolgen van de hogere rente te beperken, adviseren Schmidt et al. (2019) een koolstofprijs die meebeweegt met de kosten van duurzame energie. Dat kan middels een prijsvloer in het Europese emissiehandelssysteem.

Een andere optie zijn de zogeheten Eurobonds voor de energietransitie, in het verleden bij voorbeeld gebruikt door de Europese Investeringsbank. Deze vorm van garantie zou projectontwikkelaars toegang kunnen verschaffen tot de kapitaalmarkten met dezelfde voorwaarden als die waaronder landen als Duitsland of Nederland lenen. Ook kunnen regeringen hun inspanningen versterken om de kapitaalmarkten te

verdiepen, om zo een groene kapitaalmarktenunie tot stand te kunnen brengen.

Maar ook het monetaire beleid zelf kan het effect van de hogere rente compenseren. Deels doet de ECB dat al door de klimaatscore een rol te laten spelen in de benchmark-allocatie voor nieuwe aankopen van bedrijfsobligaties en binnen het onderpandkader. Zo wordt dus het aandeel bedrijven met een hoge koolstofvoetafdruk, die als onderpand voor leningen kan worden gebruikt, beperkt.

Van Tilburg en Simić (2021) pleitten daarnaast voor de uitgifte door de centrale bank van groene *TLTRO's* (*targeted longer-term refinancing operations*), zoals die ook al in Japan en China bestaan. De ECB kan banken goedkope financiering verstrekken als zij geld uitlenen in overeenstemming met de Europese 'Green Taxonomy', bijvoorbeeld voor het verduurzamen van de gebouwde omgeving of voor een duurzame energieopwekking.

De maatregelen om de energietransitie tegen de inflatiebestrijding te beschermen zouden gecombineerd een groot verschil kunnen maken. Het duidelijke onderscheid dat erdoortstaat tussen fossiele en hernieuwbare energieprojecten, zou zelfs de overgang kunnen versnellen naar een hernieuwbare energie, omdat de goedkope financiering dan uitsluitend voor de transitie beschikbaar is, en niet meer voor alle soorten van projecten en bedrijven.

Literatuur

Polzin, F., M. Sanders, B. Steffen et al. (2021) The effect of differentiating costs of capital by country and technology on the European energy transition. *Climatic Change*, 167, 26.

Schmidt, T.S., B. Steffen, F. Egli et al. (2019) Adverse effects of rising interest rates on sustainable energy transitions. *Nature Sustainability*, 2, 879–885.

Steffen, B. (2018) The importance of project finance for renewable energy projects. *Energy Economics*, 69, 280–294.

Tilburg, R. van, en A. Simić (2021) *Legally Green: Climate change and the ECB mandate*. Policy Paper Sustainable Finance Lab, juli.

Voldsgaard, A., F. Egli en H. Pollitt (2022) *Can we avoid green collateral damage from rising interest rates?* Blog op medium.com, 20 juni.

Kans op financiële crisis nu kleiner dan in 2008, ondanks hogere rente

Door het steeds krapper monetaire beleid en de zorgen omtrent regionale banken in de Verenigde Staten groeit de ongerustheid over een financiële crisis. Wetenschappelijk onderzoek laat zien dat crises vaak vooraf gegaan worden door hoge kredietgroei, maar over het effect van rentestijgingen is er weinig te vinden. Zou een model een crisis eerder kunnen voorspellen als we er rentetarieven in opnemen?

IN HET KORT

- Naast kredietgroei, zijn ook de kapitaalratio en de renteverhogingen van invloed op de kans op een financiële crisis.
- Kredietgroei is in een eenvoudig crisismodel een betere voorspeller van financiële crises dan rentestijgingen.
- Op basis van de kredietgroei en rentes bestaat er in Nederland een relatief laag crisisrisico.

MENNO MIDDELDORP

Hoofd RaboResearch
bij de Rabobank

In reactie op de hoge inflatie hebben verschillende centrale banken de rente sterk verhoogd. Aanvankelijk gingen zij ervan uit dat de inflatie – als gevolg van knelpunten in de toeleveringsketen en de stijgende prijzen van energie en grondstoffen – tijdelijk zou zijn. Maar door de krappe arbeidsmarkt, loongroei en hogere inflatieverwachtingen besloten de centrale banken om de rente toch verder te verhogen. Daarmee hoopten zij het vraagoverschot binnen de perken te houden, en hun geloofwaardigheid te herstellen in de strijd tegen de inflatie. Deze renteverhogingen zijn vanuit historisch perspectief gezien vrij fors. Zeker wanneer we ze vergelijken met die van de afgelopen dertig jaar; hoewel het niveau van de rentetarieven in relatieve zin nog steeds niet ontzettend hoog is.

Al vóór de recente onrust op de financiële markten stelden het Internationaal Monetair Fonds (IMF) en de Europese Centrale Bank (ECB) in 2022 in hun rapporten over de financiële stabiliteit vast dat een hogere centralebankrente tot verhoogde risico's zou kunnen leiden. Deze bezorgdheid lijkt te zijn ingegeven door de gangbare opvattingen over het ontstaan van financiële crises, en de rol daarbij van rentetarieven.

In dit artikel analyseer ik empirisch of hogere rentes inderdaad een grote voorspellingskracht hebben voor financiële crises.

Financiële crises

Om tot een analyse van financiële crises te komen, is het nuttig om eerst inzichtelijk te maken wat een financiële crisis nou precies kenmerkt. Hoewel financiële instabiliteit vele facetten heeft, is het meest voor de hand liggende kenmerk dat van een grootscheeps (dreigend) faillissement van financiële instellingen. Het gaat dan met name om banken, maar ook om niet-bancaire partijen, zoals geldmarktfondsen. Zelfs in principe gezonde instellingen kunnen zonder financiering failliet gaan. Het meest bekende voorbeeld is een bankrun waarbij heel veel rekeninghouders tegelijkertijd hun geld bij een bank weghalen. Dergelijke bankruns blijven niet beperkt tot banken. Ze kunnen ook niet-bancaire partijen treffen als de tegoeden direct opeisbaar zijn. Dat gebeurde bijvoorbeeld bij geldmarktfondsen in de Verenigde Staten tijdens de financiële crisis van 2008.

De financieringsproblemen tijdens financiële crises ontstaan meestal wanneer er wordt getwijfeld aan de gezondheid van de financiële instellingen. Die zorgen ontstaan doorgaans wanneer de kredietkwaliteit van leningen of andere activa van financiële instellingen verslechteren.

De zorgen over financiële instellingen kunnen systemisch worden wanneer er sprake is van een schok die de hele economie treft, of – wat vaker voorkomt – als het duidelijk wordt dat er op grote schaal (te) soepele leennormen zijn gehanteerd. Door de onderlinge verwevenheid van financiële markten en financiële instellingen verspreidt de financiële instabiliteit zich vaak over het volledige financiële stelsel.

Wettelijke minimale kapitaalvereisten zijn erop gericht om het risico van een crisis te verminderen en de gevolgen te verzachten. Ze dwingen financiële instellingen om voorzichtiger te zijn bij het verstrekken van leningen, en tegelijkertijd bieden ze vertrouwen dat de instellingen onverwachte verliezen kunnen opvangen.

Kredietgroei voorspeller van financiële crises

Publicaties over financiële crises, zoals Schularick en Taylor (2012), en meer recent Greenwood et al. (2020) en Jordà et al. (2021), benadrukken de rol van soepele leennormen in de aanloop naar een crisis. Kredietgroei in het bijzonder, of de groei van een schuldenlast bij bedrijven en huishoudens (deze begrippen worden in publicaties vaak door elkaar gebruikt), is de beste voorspeller van een crisis. Ongebruikelijk hoge kredietgroei wordt gezien als symptomatisch

voor grootscheepse soepele leennormen die voorafgaan aan kredietverliezen. Jordà et al. (2021) concluderen dat terwijl kredietgroei een crisis kan voorspellen, dit niet geldt voor de bankkapitaalratio's (hoewel zij wel bewijs vinden dat voldoende kapitaal helpt om de economische gevolgen van een crisis te beperken).

Het verband tussen rentetarieven en crises

Er zijn een aantal manieren waarop renteverhogingen de oorzaak kunnen zijn van financiële stress bij financiële instellingen en de kans op een crisis. De eerste is een hogere rente die een recessie veroorzaakt. Centrale banken hopen door middel van renteverhogingen de vraagzijde van de economie af te remmen. Een voorbeeld hiervan is de recessie die de Fed (de centrale bank van de VS) veroorzaakte onder leiding van Volcker begin jaren tachtig. Een dalende vraag en stijgende werkloosheid kunnen er toe leiden dat bedrijven en huishoudens hun leningen niet aflossen. Als dat op grote schaal gebeurt, heeft dit negatieve gevolgen voor de kwaliteit van de activa van financiële instellingen. De bekendste voorbeelden uit de geschiedenis waarin renteverhogingen vooraf gingen aan financiële crises zijn de Grote Depressie en de financiële crisis van 2008. In beide gevallen was de recessie echter een gevolg van de financiële crisis, en niet de oorzaak. Wel kan in deze voorbeelden een krasser monetair beleid een rol hebben gespeeld.

De tweede manier waarop hogere rentes mogelijk een crisis kunnen veroorzaken is via het renterisico dat financiële instellingen zelf lopen, of vanwege het renterisico van de bedrijven en huishoudens waaraan zij lenen. Financiële instellingen die geld uitlenen met een langere looptijd dan die waarmee ze zichzelf financieren kunnen onder druk komen te staan – zelfs als alle leningen netjes worden terugbetaald. De crisis bij Amerikaanse *savings and loans* (die spaarrekeningen en langlopende hypotheekaanboden), en de recente onrust rond de regionale banken in de VS, zijn voorbeelden van situaties waarbij het renterisico een prominente rol speelde. Banken kunnen het renterisico echter afdekken, en ze profiteren ook van de stijgende rentemarges op nieuwe leningen. Momenteel verwachten bankanalisten dat de hogere rente de winstgevendheid van de meeste Europese banken zelfs verbetert (Fitch, 2022).

Ook bedrijven en huishoudens staan bloot aan renterisico. Hoge schulden kunnen bovendien samengaan met lage rentes, omdat door de lagere rente schulden gemakkelijker te dragen zijn. Dit kan leiden tot een toename van de schuldenlast, en misschien ook tot soepelere kredietvoorwaarden. En inderdaad is de daling van de rentes in de afgelopen decennia wereldwijd gepaard gegaan met hogere schuldenlasten. De vrees is nu dat bescheiden renteverhogingen eerder tot financiële instabiliteit leiden.

Een voorspellingsmodel voor financiële crises

Ondanks dat er dus gevoelsmatig een verband lijkt te bestaan tussen rente en financiële instabiliteit – en dat er ook empirisch enige samenhang is (Adrian et al., 2018) – is het onduidelijk welke rol rentetarieven daadwerkelijk spelen bij het veroorzaken of voorspellen van een financiële crisis.

Om het nut van rentetarieven te bepalen bij het voorspellen van bankcrises, volg ik de literatuur en gebruik ik kre-

dietgroei – oftewel de groei van de schulden van bedrijven en huishoudens – om crises te voorspellen. Vervolgens voeg ik bankkapitaalratio's en rentetarieven toe, om te onderzoeken of het model dan betere voorspellingen kan doen.

Data en methode

Voor de analyse wordt een *probit-panel-model* gebruikt. Dit is een model waarmee we de waarschijnlijkheid van in het verleden waargenomen uitkomsten – in dit geval systemische bankcrises – kunnen schatten, en kunnen nagaan in hoeverre relevante variabelen deze waarschijnlijkheid beïnvloeden.

Ik gebruik als afhankelijke variabele een dummy van de systemische bankencrisis – en als onafhankelijke variabelen: kredietgroei, risicogewogen bankkapitaalratio's en landendummy's. Vervolgens wordt de verandering van centralebankrentes toegevoegd, om na te gaan of deze variabele het model meer voorspellende kracht geeft.

Om systemische bankcrises vast te stellen, gebruik ik de crisisindicator van Laeven en Valencia (2018), die crisisjaren classificeert volgens twee soorten criteria. Het eerste criterium is 'significante tekenen van financiële onrust in het bankensysteem', zoals bankruns, verliezen of faillissementen. Het tweede is 'significante beleidsinterventies in het bankensysteem', zoals officiële feestdagen, nationalisaties, herstructureringen, fiscale steun, uitgebreide steunmechanismen, garanties, en het opkopen van activa. Wanneer er ernstige verliezen zijn, maar er geen sprake is van beleidsinterventie, beschouwen Laeven en Valencia ook dat als crisisjaren.

Als graadmeter voor krediet gebruik ik de schulden van niet-financiële bedrijven en huishoudens, als percentage van het bruto binnenlands product (bbp) uit de Global Debt Database van het IMF. In navolging van Jordà et al. (2021) wordt gebruik gemaakt van de wijzigingen in de schuldquote over de voorafgaande vijf jaar. Ik gebruik de risicogewogen kapitaalratio van de Financial Soundness Indicators van het IMF.

Aan de modellen voeg ik de veranderingen in de centralebankbeleidsrentes toe, ook over een periode van vijf jaar – bron daarvoor is Macrobond.

Om landen met ongewone monetaire omstandigheden – zoals hyperinflatie – te vermijden, blijven landen met een rente van meer dan 25 procent buiten beschouwing.

Voor alle onafhankelijke variabelen wordt er een vertraging van één jaar gebruikt ten opzichte van het jaar van de crisis-dummy.

Kapitaalratio en rente van invloed crisis kans

In lijn met de bestaande literatuur over kredietgroei en financiële crises is de verandering in het schuldniveau een statistisch zeer significante variabele in alle specificaties (tabel 1). In tegenstelling tot de resultaten van Jordà et al. (2021) constateer ik dat de kapitaalratio wel een voorspellende factor is van crises. Het verschil zou kunnen liggen aan de sample. Die van hen omvat slechts 17 landen, maar bestrijkt veel meer jaren (ze tonen resultaten voor twee samples, vanaf 1870 en sinds de Tweede Wereldoorlog). Mijn sample inclusief kapitaal omvat 71 landen en begint pas in 1999.

Resultaten probit-panelregressie: kans op kredietcrisis

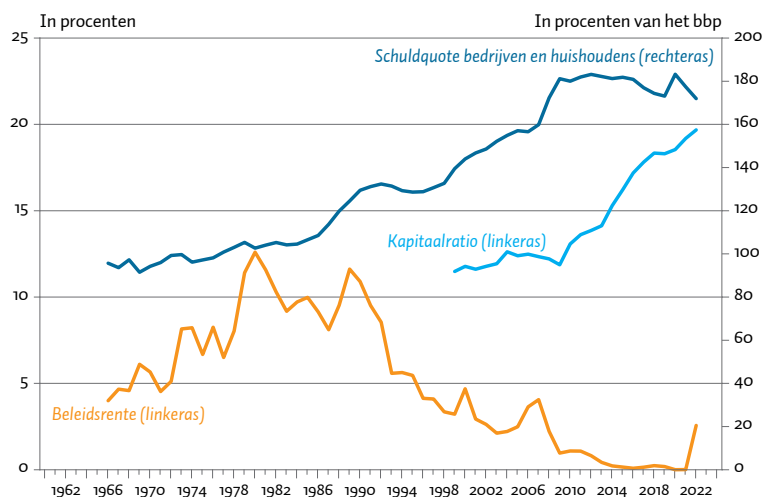
TABEL 1

	Lange sample		Korte sample		
	Krediet	Krediet + rente	Krediet	Krediet + kapitaal	Krediet + kapitaal + rente
Verandering krediet in voorgaande vijf jaar	0,11***	0,11***	0,09***	0,11***	0,11***
Kapitaalratio (t-1)				-0,12***	-0,10***
Verandering rente centrale bank in voorgaande vijf jaar		0,19**			0,45***
McFadden R-kwadraat	30%	30%	22%	39%	41%
Aantal meegenomen jaren	48	48	19	19	19
Landen	78	78	71	71	71
Waarnemingen	1.637	1.637	940	940	940

***/** Significant op respectievelijk een- en vijfprocentniveau | ESB

Gemiddelde schuld, kapitaalratio en centralebankrente

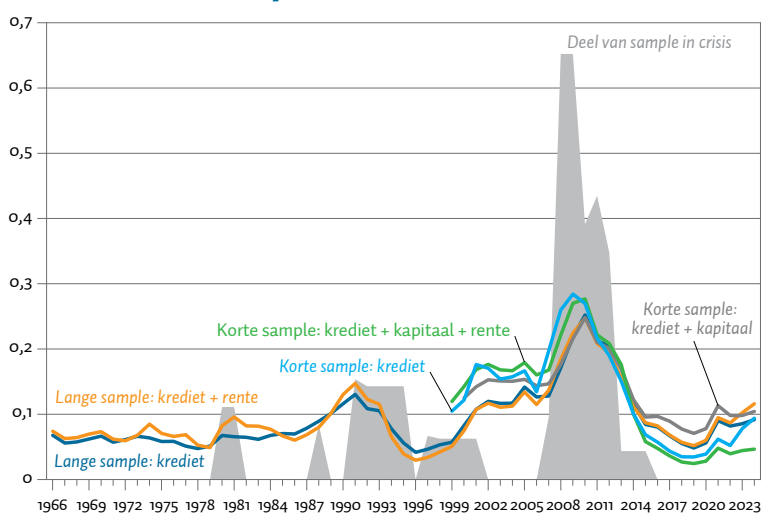
FIGUUR 1



Data: IMF, Macrobond | ESB

Gemiddelde kans op een crisis

FIGUUR 2



ESB

In vergelijking met het model met alleen kredietgroei blijkt dat de toevoeging van de kapitaalratio, de fit van het model aanzienlijk verbetert (R² stijgt van 22 naar 39 procent).

De kernvraag is of het model beter een financiële crisis kan voorspellen door er rentes aan toe te voegen. In beide varianten van het model is de centralebankrente inderdaad significant. De rentevariabele verbetert de fit van het model, maar het effect op de R² is klein. Kortom, de uitkomsten wijzen erop dat renteverhogingen een rol kunnen spelen bij het voorspellen van bankcrises, maar dat de rol van kredietgroei belangrijker is.

Kans op crisis kleiner dan 2008

Hoe groot zijn de risico's op dit moment? Aangezien de renteverhogingen elkaar de afgelopen maanden relatief snel opvolgen, en we ook een stijging van de schuldenlast hebben gezien over de afgelopen jaren, zou dit mogelijk het risico van financiële instabiliteit in het model vergroten. Tegelijkertijd is er ook een toename van kapitaalratio's, waardoor het risico in het model zou moeten afnemen. Figuur 1 toont het gemiddelde van deze variabelen door de jaren heen voor alle landen in de steekproef.

Figuur 2 toont de kans op een crisis van de verschillende modellen in de tijd, inclusief de prognoses voor 2023 en 2024. Om de prognose voor 2024 te maken moet ik wat aannames doen over de data voor 2023. Voor de rentepieken worden de markt-verwachtingen uit Bloomberg gebruikt. De schuldenlasten en de kapitaalratio's zijn als in 2022. Het figuur toont gemiddelden van de 22 landen met Bloomberg data voor 2023.

Het gaat om veertien landen uit de eurozone, de Verenigde Staten, Japan, het Verenigd Koninkrijk, Canada, Australië, Zweden, Zwitserland en Nieuw-Zeeland. Ook laat de figuur per jaar zien welk percentage van de landen in de sample in crisis verkeerden.

De diverse specificaties bewegen min of meer gelijk op, maar laten opmerkelijke verschillen in het crisisrisico zien, waarbij het gemiddelde geschatte crisisrisico varieert van vijf tot twaalf procent. De kortere sample vertoont een grotere kans op een crisis, simpelweg omdat die periode meer jaren van crisis telt.

De geschatte kansen op een crisis verschillen ook aanzienlijk van land tot land (tabel 2). Dit weerspiegelt niet alleen de verschillen per land in kredietgroei, maar ook hoeveel crises individuele landen hebben ervaren in de sample, wat via de coëfficiënt op de landendummy de geschatte kans per land beïnvloedt.

De variatie in de geschatte kans voor een crisis over de verschillende specificaties, landen en samples zijn een indicatie dat de kans op een financiële crisis moeilijk nauwkeurig in te schatten is. Waarschijnlijk zijn er langere samples nodig dan beschikbaar om dit goed te doen, en zelfs dan zou dit alleen kunnen als de geschatte relaties stabiel zijn.

Hoewel het verband tussen kredietgroei en crisisrisico stabiel blijkt, is dat niet zo voor de rente en mogelijk ook niet voor de kapitaalratio's. Desalniettemin, is het waarschijnlijk wel verantwoord om kansen over tijd met elkaar te vergelijken, alle specificaties geven immers hetzelfde patroon te zien.

De geschatte kansen op een crisis zijn de afgelopen jaren dus wat groter geworden door een toename van de kredietgroei in verschillende landen. Het risico op een crisis wordt echter nog steeds aanzienlijk lager ingeschat dan rond de financiële crisis van 2008, toen de gemiddelde schuld van huishoudens en bedrijven voor deze sample was gestegen met een kwart van het bbp. Kapitaalratio's en renteverhogingen spelen een minder belangrijke rol bij het bepalen van de kans op een crisis.

De crisisrisico's voor de VS en Nederland door de jaren heen geven een interessante inkijk in de verschillen tussen 2008 en nu. In de VS leidt de hogere kredietgroei tot een toename van het risico. Het risico is echter nog steeds aanzienlijk lager dan rond de financiële crisis van 2008 (tussen de 21% en de 55% afhankelijk van de specificatie), en vergelijkbaar met de gemiddelde waarschijnlijkheid in het verleden. Voor Nederland is het crisisrisico aanzienlijk gedaald vanwege de negatieve kredietgroei van de afgelopen jaren (figuur 3).

Conclusie

Kredietgroei is een goede indicator voor het voorspellen van een financiële crisis. Rentetarieven en kapitaal spelen echter ook een rol, zij het secundair. Het idee is dus gerechtvaardigd dat we extra alert moeten zijn op het risico van financiële instabiliteit tijdens en na renteverhogingen.

Hoewel de schattingen per specificatie en sample uiteenlopen, zijn de berekende crisisrisico's naar historische maatstaven over het algemeen genomen echter niet alarme- rend hoog, zelfs wanneer we rekening houden met renteverhogingen. Er zijn wel enkele landen met een sterke kredietgroei, zoals Japan, Frankrijk en Zweden, die we extra in de gaten moeten houden.

Hoewel periodes van hoge kredietgroei vaak het gevolg waren van soepele kredietvoorwaarden, hoeft dat niet altijd zo te zijn. De sample toont tal van gevallen waarbij een hoge kredietgroei niet is gevolgd door een crisis. Daarom moet de werkelijke kwaliteit van de activa worden onderzocht om de risico's voor individuele landen te evalueren.

Voor Nederland wijzen een dalende schuldquote en hoge kapitaalratio's voor banken erop dat de risico's laag zijn, zowel vanuit een historisch perspectief als in vergelijking met andere landen. Hoewel dat wellicht een geruststelling is, moeten we wel in ogenschouw nemen dat Nederland niet los te zien is van andere financiële stelsels. Bovendien houdt deze analyse geen rekening met andere schokken die financiële instabiliteit kunnen veroorzaken, zoals een staatsschuldencrisis.

Crisisrisico per land

TABEL 2

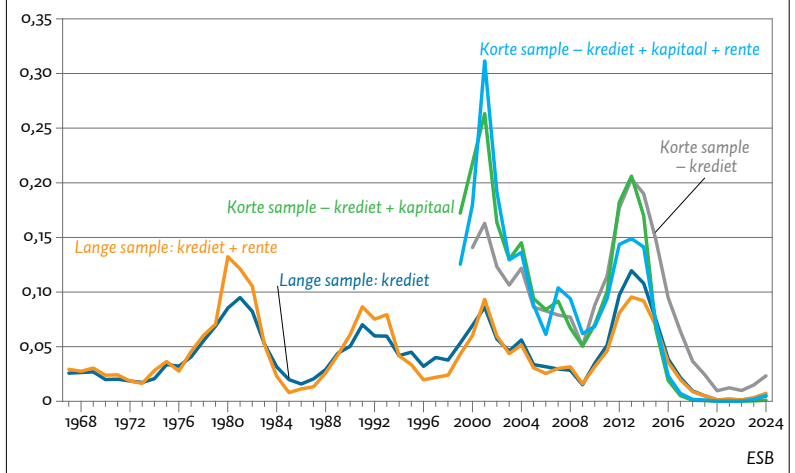
	Krediet- groei ¹	Stijging beleids- rente ¹	Kapitaal- ratio	Waarschijnlijkheid van een crisis in 2024, per modelspecificatie, in procenten			
				Krediet	Krediet + rente	Krediet + kapitaal- ratio	Krediet + kapitaal- ratio + rente
Zweden	52,9	4,4	22,4	41,9	48,4	3,7	13,6
Japan	24,5	0,1	15,4	20,2	21,1	32,4	35,1
Duitsland	8,6	3,8	18,6	12,7	17,0	5,0	12,3
Frankrijk	25,6	3,8	20,0	10,6	14,1	2,9	8,6
VS	4,7	2,8	15,2	10,7	12,9	16,3	27,3
Spanje	2,7	3,8	16,7	9,3	12,3	2,0	7,0
VK	-3,4	4,2	20,4	4,8	7,0	3,2	11,2
Italië	3,1	3,8	18,5	2,8	4,1	0,7	3,2
Nederland	-17,4	3,8	20,7	0,5	0,7	0,1	0,5
Canada	7,3	2,8	16,8	0,4	0,6	0,1	0,4

¹Over een periode van vijf jaar

ESB

Model waarschijnlijkheid van een crisis, historisch en verwacht - Nederland

FIGUUR 3



ESB

Literatuur

Adrian, T. (2018) Monetary policy and financial stability. In: T. Adrian, D. Laxton en M. Obstfeld (red.), *Advancing the frontiers of monetary policy*. Washington, DC: IMF.

ECB (2022) *Financial Stability Review, November 2022*. European Central Bank.

IMF (2022) *Global Financial Stability Report, October 2022*. International Monetary Fund.

Fitch (2022) *Western European Banks Outlook 2023*. Fitch Outlook Report, 5 december.

Greenwood, R., S.G. Hanson, A. Shleifer en J.A. Sørensen (2020) *Predictable financial crises*. NBER Working Paper, 27396.

Jordà, Ò., B. Richter, M. Schularick en A.M. Taylor (2021) Bank capital redux: Solvency, liquidity, and crisis. *The Review of Economic Studies*, 88(1), 260–286.

Laeven, L. en F. Valencia (2018) *Systemic banking crises revisited*. IMF Working Paper, WP/18/206.

Schularick, M. en A.M. Taylor (2012) Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870–2008. *The American Economic Review*, 102(2), 1029–1061.

Stijgende beleidsrente werkt meer door in hypotheek- dan spaarrente

Om de inflatie te remmen verhoogt de Europese Centrale Bank de beleidsrente. De hypotheekrente stijgt snel mee, maar spaarders zien de rente op hun spaarrekening toch nog maar weinig stijgen. Hoe is dit verschil te verklaren?

IN HET KORT

- Dat hypotheekrentes sneller reageren op de beleidsrente dan spaarrentes zagen we ook al in de vorige verkrappingsperiode.
- De spaarrente blijft achter, omdat een verhoging voor alle spaartegoeden geldt en daardoor duur is voor een bank.
- De marktconcentratie van banken wordt gezien als mogelijke verklaring voor de beperktere doorwerking naar spaarrentes.

MINKE VAN DER HEIJDEN

Senior econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB)

JAN WILLEM VAN DEN END

Senior econoom bij DNB

MARTIN ADMIRAAL

Analist bij DNB

TOMER DAHAN

Stagiair bij DNB

De inflatie is sinds de zomer van 2021, door het vraagherstel na de pandemie en de energieprijschok, tot ongekende hoogte gestegen. Na een piek in de inflatie afgelopen herfst, ligt de inflatie in het eurogebied met 7,0 procent (Nederland 5,9 procent) in april 2023 nog altijd ver boven de centralebankdoelstelling van twee procent op de middellange termijn.

Vanwege de hoge inflatie heeft de Europese Centrale Bank (ECB) de normalisatie van het monetaire beleid versneld, en is de beleidsrente in zeven grote stappen verhoogd van -0,5 procent in juli 2022 tot 3,25 procent in mei 2023 (ECB, 2023). Tevens wordt de centralebankbalans geleidelijk afgebouwd. Zo zijn vorig jaar de netto-aankopen van obligaties stopgezet, en vanaf maart dit jaar worden vervallende obligaties voor een deel niet langer 'doorgerold' en de ECB verwacht deze vanaf juli helemaal niet meer te herinvesteren (ECB, 2023).

Op de kapitaalmarkt zijn beleggers al vooruitgelopen op deze kwantitatieve verkrapping. De risicovrije lange rente is sinds vorig jaar met bijna 300 basispunten gestegen. Hypotheekrentes zijn eveneens hard gestegen. Spaarrentes daarentegen blijven achter bij deze rentestijgingen.

In dit artikel verklaren we het achterblijven van de spaarrentes op de hypotheekrentes eerst theoretisch aan de hand van het zogenaamde depositokanaal van monetair beleid. Daarna laten we zien dat de vertraagde doorwerking in spaarrentes ook in de vorige verkrappingscyclus zicht-

baar was. Tot slot bespreken we een aantal redenen waarom de doorwerking in de huidige cyclus anders kan verlopen.

Transmissiekanalen

De stijgende beleidsrente beïnvloedt de inflatie via een verkrapping van de financiële condities. Lenen wordt duurder, en dat remt de kredietvraag. Aan de andere kant wordt sparen aantrekkelijker. Dit beperkt de groei van de bestedingen en draagt bij aan de daling van de inflatie.

De doorwerking van de beleidsrente naar de korte geldmarkrentes is het meest direct. Vanwege verwachtingen over de toekomstige beleidsrente wordt ook de lange kapitaalmarktrente beïnvloed. Een onderdeel van de lange rente is de vergoeding voor het looptijdrisico. Deze termijnpremie stijgt als de centrale bank minder obligaties aankoopt, omdat beleggers dan meer looptijdrisico moeten dragen.

Monetair beleid en marktverwachtingen werken snel door in marktreses. Marktpartijen anticiperen namelijk op de rentestappen van de centrale bank. Zo is de rente op de Europese tienjaars staatsobligaties al sinds december 2021 gestegen, ruim voor de eerste renteverhoging plaatsvond. Doh en Foerster (2022) betogen dat de kwantitatieve verruiming en communicatie over toekomstig monetair beleid door centrale banken de doorwerking naar marktreses heeft versneld.

Ook bancaire rentes worden bepaald door marktreses. In het eurogebied wordt ongeveer de helft van de bankbalansen gefinancierd op de geld- en kapitaalmarkt. De marktreses bepalen daardoor de marginale financieringskosten van banken. Omdat banken deze kosten doorrekenen aan hun klanten, beïnvloeden de geld- en kapitaalmarktrentes zo indirect ook de bancaire uitleenrentes. De doorwerking hierop is afhankelijk van de renteperiode van uitstaande leningen, omdat de nieuwe leenrente pas van toepassing wordt bij afloop van de vaste renteperiode. Gemiddeld genomen duurt het in het eurogebied zes maanden tot een jaar voordat de veranderingen in marktreses grotendeels zijn doorgewerkt in de rentes op nieuwe bankleningen (Lane, 2022).

Spaarrentes passen zich over het algemeen langzamer aan bij veranderingen in monetair beleid. Dat hangt samen met de liquiditeitstransformatie door banken: om een gelijke rentemarge tussen het leningenportfolio en de spaartegoeden te houden, moet de rente op leningen sneller stijgen

dan de rente op spaartegoeden. Een groot deel van de *uitstaande* leningen van een bank hebben namelijk een vaste rente, dus alleen nieuwe leningen (en leningen met een variabele rente) worden uitgegeven tegen de hogere rente. Daardoor is een verandering in de beleidsrente en markrentes van toepassing op slechts een deel van de leningen en gaat de rente hierop relatief snel omhoog. De spaartegoeden daarentegen hebben een variabele rente (afgezien van de vastrentende deposito's). Een hogere rente op sparen heeft dus meteen invloed op de hele voorraad aan spaartegoeden.

Bij het vaststellen van de spaarrente staan banken voor de afweging om de spaarrentes te verhogen, wat de rentemarge aantast, of om hiermee te wachten, wat tot verlies aan klanten kan leiden. Bankieren kunnen, afhankelijk van hun marktmacht, het verschil tussen de stijgende beleidsrente en de spaarrente in eerste instantie laten oplopen, omdat spaartegoeden – ook bij een laagblijvende spaarrente – relatief aantrekkelijk blijven (Drechsler et al., 2017). Het veilige alternatief voor spaartegoeden (contant geld) biedt immers helemaal geen rente. Wel worden iets minder liquide middelen, zoals kortlopende obligaties, aantrekkelijker bij een stijgende rente – en stappen bankklanten mogelijk op zulke obligaties over. Om de bescherming van de rentemarge en het klantbehoud met elkaar in balans te brengen, verhogen banken de depositorente daarom met een vertraging. Polo (2021) laat zien dat banken met een groter looptijdverschil tussen hun activa en passiva langer wachten met het verhogen van de depositorente.

Doorwerking in de spaarrente

De vorige volledige monetaire verkrappingscyclus in het eurogebied vond plaats tussen december 2005 en medio 2007. Vanwege de oplopende energieprijzen en de inflatie die de doelstelling overschreed, verhoogde de ECB de rente toen in acht stappen van 25 basispunten tot 4 procent in juni 2007. Hoewel er verschillen zijn met de huidige situatie, kan de toenmalige cyclus een beeld geven van de doorwerking naar hypotheek- en spaarrentes.

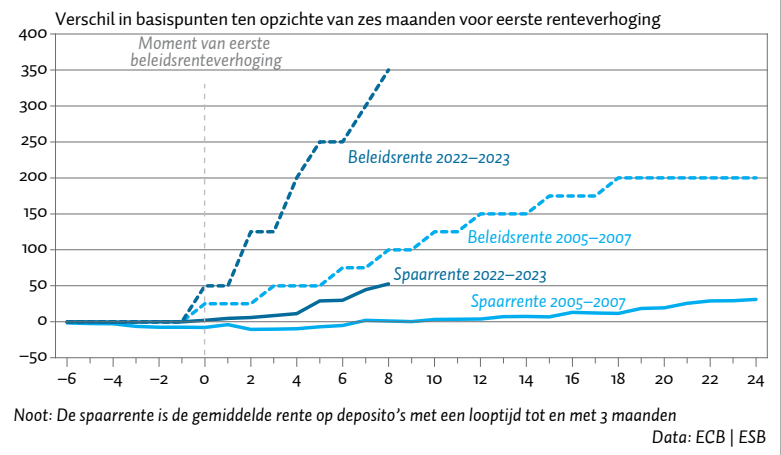
De doorwerking van renteverhogingen naar de spaarrente (deposito's met een looptijd tot en met drie maanden) was in 2005–2007 niet volledig. In figuur 1 is te zien dat de gemiddelde spaarrente voor huishoudens twee jaar na de eerste renteverhoging (en vijf maanden na de laatste rentestap) in Nederland bijna 40 basispunten was gestegen, terwijl de beleidsrente 200 basispunten steeg. Dat is een doorwerking van ongeveer 20 procent in tweeënhalfjaar tijd. In het eurogebied was de doorwerking hoger, namelijk bijna 30 procent (niet in figuur).

Tijdens de vorige reeks renteverhogingen duurde het daarnaast ongeveer vier maanden, na de eerste verhoging van de beleidsrente, voordat de gemiddelde spaarrente in Nederland ging stijgen. De vertraagde doorwerking in de spaarrente is in lijn met het depositokanaal van monetair beleid.

In de huidige cyclus zien we dat de reactie nu sneller is dan in 2005–2007. Met de eerste renteverhoging werd de negatieve beleidsrente opgeheven, wat veel banken ook snel hebben gedaan met de spaarrentes van klanten waarvoor er een negatieve rente werd gehanteerd.

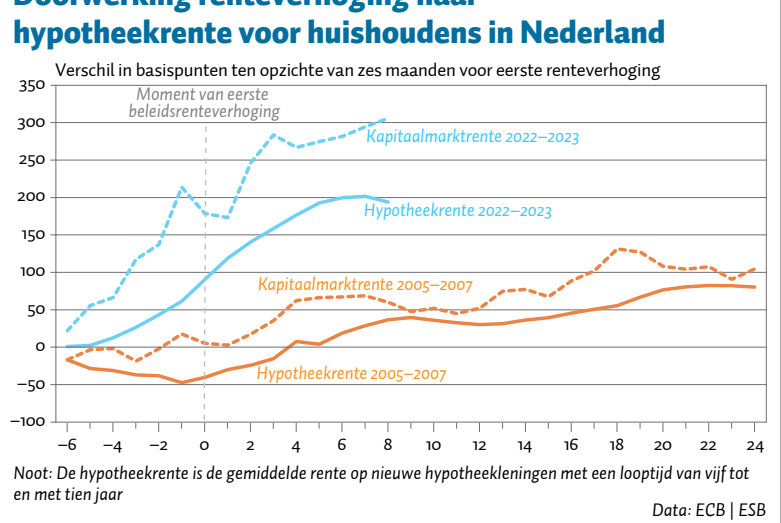
Doorwerking renteverhoging naar spaarrente voor huishoudens in Nederland

FIGUUR 1



Doorwerking renteverhoging naar hypotheekrente voor huishoudens in Nederland

FIGUUR 2



Hoewel de reactie nu sneller is dan in de vorige cyclus, lijkt de mate van doorwerking in maart 2023 nog beperkt. Op basis van de acht maanden aan beschikbare data, zien we dat tot vijftien procent van de verhoging in de beleidsrente is doorgerekend in een hogere spaarrente in Nederland. In het hele eurogebied is de doorwerking gemiddeld tot 22 procent (niet in figuur). Het valt te bezien of de uiteindelijke doorwerking naar spaarrentes vollediger wordt dan in 2005–2007, toen de doorwerking uiteindelijk beperkt bleef.

Doorwerking naar de hypotheekrente

De doorwerking van renteverhogingen naar hypotheekrentes voor huishoudens (looptijd vijf tot en met tien jaar) is sneller en vollediger dan naar spaarrentes. Hiervoor kijken we naar de doorwerking van de kapitaalmarktrente (op tienjaars staatsobligaties) naar de hypotheekrente, omdat hypotheekrentes voor een belangrijk deel bepaald worden door de kapitaalmarktrente. Die lange rente wordt bepaald door verwachtingen over het monetaire beleid. Daardoor is de stijging van de beleidsrente al vóór de eerste renteverhoging (deels) verwerkt in de kapitaalmarkt- en hypotheekrente.

De doorwerking naar de hypotheekrente verloopt nu ook sneller dan in 2005–2007. In anticipatie op de eerste verhoging van de beleidsrente in 2005 liep de kapitaalmarktrente twee maanden daarvoor enigszins op, terwijl nu de lange marktrente al zes maanden voor de eerste renteverhoging fors begon te stijgen (figuur 2). Dit was na het ECB-besluit in december 2021 om te stoppen met netto activa-aankopen.

Sinds eind 2021 is de kapitaalmarktrente in korte tijd sterk gestegen, met in het kielzog daarvan de hypotheekrente. De doorwerking van de gestegen kapitaalmarkt- naar de hypotheekrente was in maart 2023 al 63 procent in Nederland en 76 procent in het eurogebied.

In 2005–2007 werkte de stijging in kapitaalmarktrente twee en een half jaar na de eerste renteverhoging (en vijf maanden na de laatste rentestap) grotendeels door naar hypotheekleningen (ongeveer 80 procent, gerekend vanaf een half jaar voor de eerste renteverhoging), zowel in Nederland als het eurogebied.

Marktconcentratie banken kan rol spelen

Het monetaire beleid van de ECB wordt voor het eurogebied als geheel bepaald. Desondanks zijn er wel verschillen tussen de doorwerking in Nederland en in de rest van het eurogebied. Zo is de doorwerking naar spaarrentes in Nederland (vooral nog) beperkter en zwakker dan in andere landen. De doorwerking van de kapitaalmarktrente naar de hypotheekrente in Nederland is wel sterk, net zoals in het hele eurogebied.

Een mogelijke verklaring voor de beperktere doorwerking naar spaarrentes in Nederland is dat de Nederlandse bankensector relatief geconcentreerd is, volgens de Herfindahl-index gepubliceerd door de ECB. Marktconcentratie is een bepalende factor voor de werking van het depositokanaal, omdat banken in een geconcentreerde markt minder sterk hoeven te concurreren voor spaargeld.

Daarnaast zijn de spaartegoeden van huishoudens in Nederland hoog in vergelijking met andere landen in het eurogebied. Het geeft Nederlandse banken ruimte om de spaarrente minder te verhogen dan banken in andere eurolanden, met name als huishoudens sparen uit voorzorg en daardoor minder gevoelig zijn voor rentemutaties.

Verder zijn de rentes op hypotheekleningen in Nederland relatief lang vastgezet, gemiddeld ongeveer vijftien jaar voor nieuw afgesloten hypotheekleningen (DNB, 2022). Dat is langer dan in de meeste andere Europese landen (EMF, 2022). Hierdoor verandert de rente op de leningen van de banken ook langzamer dan in andere landen. Dit kan meespelen in de overweging van Nederlandse banken om de spaarrente langzamer te verhogen.

Doorwerking naar kredietverlening

Toen de hypotheekrente begon op te lopen, had dat al vrij snel effect op de vraag naar hypotheekleningen. In de afgelopen twee kwartalen was de terugval in de hypotheekvraag in het eurogebied, volgens de bankleen-enquête van de ECB, zelfs het grootst sinds het begin van de enquête in 2003. In het derde kwartaal van 2022 waren er 42 procent meer banken die in de enquête aangaven dat de vraag afneemt in plaats van toeneemt – en in de afgelopen twee kwartalen

was dat verschil zelfs meer dan 70 procent. Ook de vraag naar krediet van bedrijven is afgenomen, zij het minder sterk. De afkoelende kredietverlening is ook het doel van monetair beleid, omdat via dit kanaal de bestedingen en de inflatie afnemen.

Tot slot

De vergelijking met 2005–2007 geeft enkele nuttige inzichten, maar er zijn ook verschillen met de huidige situatie, waardoor de verdere doorwerking nu anders kan verlopen. Zo is de beleidsrente nu veel sneller gestegen dan toen, en was er destijds geen balansbeleid zoals kwantitatieve verkrapping. Daarnaast was de beleidsrente voor juli 2022 nog negatief, wat druk heeft gezet op de rentemarges van banken. Het verschil in doorwerking tussen hypotheek- en spaarrentes biedt banken ruimte voor het herstel van de impact hiervan. Bovendien beschikken banken nu over relatief veel liquiditeit, onder andere doordat centrale bankfinanciering voor ruimere financieringsmogelijkheden heeft gezorgd.

Hoewel de invloed van deze factoren op de verdere doorwerking in leen- en spaarrentes voornamelijk lastig te duiden is, kunnen we wel concluderen dat het achterblijven van de doorwerking naar de spaarrente ten opzichte van de hypotheekrente niet ongebruikelijk is.

Literatuur

DNB (2022) *Overzicht financiële stabiliteit: najaar 2022*. DNB Publicatie, 10 oktober.

Doh, T. en A.T. Foerster (2022) *Have lags in monetary policy transmission shortened?* Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Bulletin, 21 december. Te vinden op www.kansascityfed.org.

Drechsler, I., A. Savov en P. Schnabl (2017) *The deposits channel of monetary policy*. *The Quarterly Journal of Economics*, 132(4), 1819–1876.

ECB (2023) *Monetairbeleidsverklaring*. ECB, 4 mei.

EMF (2022) *Quarterly review of European mortgage markets: EMF Q3 2022*. Te vinden op hypo.org.

Lane, P.R. (2022) *The transmission of monetary policy*. Presentatie op de conferentie EU and US perspectives: New directions for economic policy, door SUERF – CGEG / Columbia / SIPA – EIB en Société Générale. 11 oktober, New York. Te vinden op www.bis.org.

Polo, A. (2021) *Imperfect pass-through to deposit rates and monetary policy transmission*. Bank of England, Working Paper, 933.

Hogere hypotheekrente werkt slechts beperkt door in huizenprijzen

De koopstarter heeft het met de snel stijgende huizenprijzen over de afgelopen jaren steeds moeilijker gekregen op de woningmarkt. Door de sterk gestegen hypotheekrentes dalen nu de huizenprijzen. Maar in hoeverre compenseert deze prijsdaling de te betalen hogere rente?

IN HET KORT

- De toename in effectieve rentekosten gedurende 2022 impliceert een afwaardering op de huizenprijs met zo'n vijftien procent.
- De daadwerkelijke huizenprijs is over 2022 min of meer gelijk gebleven – ondanks een daling in de laatste maanden.
- De huizenprijs zou een stuk verder moeten dalen om de woning-koper te compenseren voor de renteschok van vorig jaar.

WALTER STORTELDER

Senior toezicht-houder bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM)

NIKLAS NORDMAN

Senior toezicht-houder bij de AFM

Het afgelopen jaar zijn de hypotheekrentes historisch snel gestegen. Tussen januari en december 2022 ging de hypotheekrente van tien jaar rentevast circa 3,5 keer over de kop: van 1,3 procent naar bijna 4,6 procent.

Omdat de aanschaf van een koopwoning in de meeste gevallen gefinancierd is met behulp van een hypotheek, valt er te verwachten dat de hogere rente het prijsniveau van koopwoningen zal drukken. Ten eerste neemt de leencapaciteit af bij een stijgende rente, waardoor we minder kunnen lenen volgens de inkomensnorm voor hypotheek. Ten tweede leidt een hogere rente tot hogere effectieve rentelasten, waarvoor de koper via de koopprijs vergoed zou willen worden.

In dit artikel kwantificeren we het effect van de rente op de leencapaciteit en de rentelasten, en vergelijken we beide met de werkelijke ontwikkeling van de huizenprijzen. Die vergelijking is relevant omdat de koopstarter het, met de snel stijgende huizenprijzen over de afgelopen jaren, steeds moeilijker heeft gekregen op de woningmarkt (Bos en Warnaar, 2022). Een groot deel van de huishoudens kan zich op dit moment geen eigen woning permitteren wegens een ontoereikend inkomen (of een gebrek aan voldoende aanvullend vermogen). Een meerderheid van de koopstarters leent bijna maximaal ten opzichte van de norm (AFM, 2023). Als de rente niet volledig doorwerkt in de huizenprijzen, krijgt deze groep het nog moeilijker.

Ontwikkeling leencapaciteit

De hogere hypotheekrente beïnvloedt onze leencapaciteit – ofwel het maximale hypotheekbedrag dat een huishouden kan lenen. Om hypotheeknemers te beschermen tegen betalingsproblemen en restschuld risico zit er een grens aan hoeveel huishoudens maximaal mogen lenen om een woning te kopen. Die grens is vastgesteld in de *Tijdelijke regeling hypothecair krediet*. Zo moet er voldoende bestendig inkomen zijn om rentelasten en aflossingen te kunnen betalen over de looptijd van de hypotheek. Dit wordt jaarlijks bepaald op basis van de budgetanalyses van het Nibud. De geldende rentestand is direct bepalend voor hoeveel krediet een huishouden kan dragen, en daarop is de inkomensnorm vastgesteld (Warnaar en Bos, 2017).

Ondanks de daling naar een historisch lage hypotheekrente, veranderde de gemiddelde leencapaciteit op basis van de inkomensnorm – bij een gelijkblijvend nominaal inkomen – nauwelijks tussen 2016 en 2021. Dat kwam doordat het verruimende effect van dalende rente op de leencapaciteit bijna een-op-een teniet werd gedaan door beleidsmatige aanpassingen (het deel van het bruto-inkomen dat maximaal voor hypotheeklasten mag worden ingezet daalde trendmatig). Bovendien mag sowieso een kleiner deel van het bruto-inkomen aan woonlasten besteed worden bij lagere rentestanden, conform de netto-bruto-methodiek gehanteerd door het Nibud.

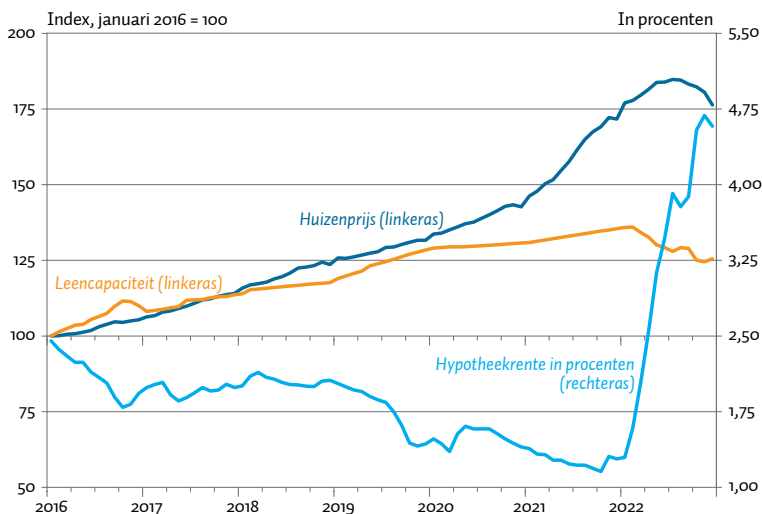
In dezelfde periode steeg het inkomensniveau van de Nederlandse huishoudens echter fors. Het gemiddelde inkomen is volgens de cijfers van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) eind 2022 zo'n dertig procent hoger dan tien jaar daarvoor. Door deze inkomensstijging kan de huishoudenssector als geheel hogere hypotheeklasten dragen. De *daadwerkelijke* leencapaciteit is hierdoor stelselmatig gestegen. Tussen 2016 en 2021 impliceerde deze inkomensontwikkeling een toename in de leencapaciteit met circa 36 procent.

Ontwikkeling huizenprijs

Die gestegen daadwerkelijke leencapaciteit van Nederlandse huishoudens ging hand in hand met de huizenprijs: beide zijn sinds 2016 sterk gestegen (figuur 1). De dalende rente en het toenemende inkomen leidden tot een hogere leencapaciteit, en dat heeft op een krappe markt een prijsopdrijvend effect. Tot en met 2020 liep de daadwerkelijke leencapaciteit zo redelijk parallel met de huizenprijsontwikkeling.

Ontwikkeling woningwaarde, rente en leencapaciteit

FIGUUR 1



¹ De leencapaciteit is representatief voor een standaardhuishouden met een jaarlijks bruto-inkomen van 65.000 euro in 2016, dat elk jaar stijgt met de inkomensontwikkeling.

Data: CBS en ING (2022) | ESB

doordat een huishouden volgens de normsystematiek met de stijging van de rente *meer* van het bruto-inkomen mag besteden aan woonlasten.

Oorzaken divergentie

Dat de huizenprijs meer is gestegen dan de leencapaciteit kan meerdere oorzaken hebben. Ten eerste hangt de impact van de leencapaciteit op de prijs van koopwoningen af van de daadwerkelijke benutting van deze norm bij nieuw afgesloten hypotheekleningen. Over de afgelopen jaren leent weliswaar een toenemend aandeel huishoudens, zowel starters als doorstromers, dichter bij het maximum van de inkomensnorm (DNB, 2022). Maar niet alle woningkopers lenen maximaal op basis van hun inkomen, en ook niet tegen de volle woningwaarde. Dus de leencapaciteit zal dan niet volledig doorwerken in de huizenprijs.

Ten tweede observeren we niet een representatief huishouden over de tijd, maar een dynamische groep van woningkopers. Een deel van de divergentie heeft dus mogelijk te maken met veranderingen in de samenstelling van de nieuwe hypotheekaanwas. Zeker omdat het aantal woningaankopen volgens cijfers van het CBS sinds de tweede helft van 2020 trendmatig is gedaald, is het goed mogelijk dat huishoudens die in de laatste periode nieuwe hypotheekleningen hebben afgesloten, gemiddeld gezien afwijken ten opzichte van eerdere cohorten, bijvoorbeeld omdat ze een hoger inkomen hebben. Achter de schermen zou de leencapaciteit dan een 'sprong' hebben gemaakt, en op die manier voor een prijsopdrijvend effect op de woningmarkt hebben gezorgd. Het is ook goed mogelijk dat de groep kopers in de recente periode vaker en in toenemende mate de woning gedeeltelijk hebben gefinancierd uit eigen vermogen, bijvoorbeeld omdat het vaker doorstromers betrof met overwaarde op hun vorige woning. Zo'n ontwikkeling zou de link tussen rente en huizenprijs ook afzwakken.

Huizenprijs als rente volledig wordt verwerkt

Hoeveel zou de huizenprijs moeten dalen om woningkopers die hun woning volledig met hypotheek financieren te compenseren voor de hogere rente? Om dat na te gaan, bepalen we hoeveel een huishouden over een rentevaste periode van tien jaar extra aan rente betaalt, ten opzichte van een huishouden dat een vergelijkbaar huis eerder heeft gekocht, tegen een lagere rente maar hogere aankoopprijs. We kijken naar een periode van tien jaar, omdat de rente bij de meeste hypotheekleningen voor die periode vastligt, en dit ook aansluit bij de toetsrente-methodiek. Dat doen we door de rentebetalingen over de rentevaste periode constant te maken en van elkaar af te trekken (zie kader 1 voor een illustratie). Dit is vergelijkbaar met de berekening die banken maken om de vergoeding bij vervroegde aflossing te bepalen (beter bekend als 'boeterente'; AFM, 2023). We nemen bij de berekening aan dat de renteaftrek van toepassing is. Bij een volledige doorwerking van de rente in de huizenprijs zou die prijs moeten dalen met de totale stijging in de rentekosten.

Figuur 2 toont echter dat onze 'geïnduceerde' huizenprijs – dus de huizenprijs gecorrigeerd voor de gestegen rentekosten – in 2022 veel sneller is gedaald dan de daadwerkelijke huizenprijs. De daadwerkelijke woningwaarde

Illustratieve berekening voor twee huishoudens

KADER 1

Stel dat we te maken hebben met twee huishoudens, Jansen en Bakker. Jansen heeft op 1 januari 2022 voor 400.000 euro een pand kocht, met een volledige, annuïtaire hypotheek. De rente was twee procent voor een rentevaste periode van tien jaar. Bakker heeft zes maanden later een identiek pand, in dezelfde straat met vergelijkbare ligging gekocht voor 370.000 euro. Bakker heeft ook een volledige, annuïtaire hypotheek met een rentevaste periode van tien jaar afgesloten, maar met een rente van vier procent.

Huishouden Jansen baalt natuurlijk dat het vier ton heeft betaald en het huis inmiddels in een half jaar tijd 7,5 procent minder waard is geworden. Tegelijkertijd baalt huishouden Bakker dat het vier procent rente betaalt en een veel lagere rente had kunnen krijgen als het zes maanden eerder de hypotheek zou hebben afgesloten. De logische vraag is: welk huishouden is het slechtst af?

Het sommetje laat zich eenvoudig oplossen door de verschillen in rentebetalingen vanaf 1 juli contant te maken met de hoge rente voor de 9,5 jaar daarna. De contante

waarde van het renteverskil (wat Bakker, met de kleinere hypotheek en de hogere rente, meer uitgeeft aan rente dan Jansen) bedraagt bijna 52.000 euro. Als we ervan uitgaan dat beide huishoudens hun rente voor 37 procent kunnen aftrekken dan wordt het verschil 32.600 euro en nadert daarmee het verschil in aanschafprijs. In dit geval zijn de rentekosten dus nagenoeg verwerkt in de huizenprijs.

Voor beide lijkt het gras bij de burens wellicht groener, maar hun situatie is dus in feite nagenoeg gelijk. Dat hoeft echter niet altijd het geval te zijn: Als Bakker meer dan 370.000 euro zou hebben betaald voor het huis, zou dat huishoudens wel slechter af zijn geweest.

In dit voorbeeld gaat het om twee huishoudens. In het artikel hebben we deze berekening gedaan voor alle huisaankopen in de periode 2016–2022. Zo bepalen we in feite per maand en per euro hypotheek hoeveel de rentekosten veranderen in reactie op de rente van een hypotheek met een looptijd van tien jaar. De veranderende rentelasten per maand leiden tot de 'geïnduceerde huizenprijs'.

Opvallend is dat er in de loop van 2020 echter sprake is van een toenemend verschil tussen de huizenprijs en de leencapaciteit. Deze kloof is verder vergroot doordat de leencapaciteit vanaf begin 2022 begon te dalen als gevolg van de stijgende rente, terwijl de huizenprijs nog tot en met juli vorig jaar bleef stijgen. Gedurende 2022 hebben Nederlandse huishoudens circa zeven procent van hun leencapaciteit moeten inleveren, terwijl de huizenprijs vrijwel op hetzelfde niveau is gebleven. Overigens zou de leencapaciteit sterker gedaald zijn als er puur zou worden gekeken naar de opgelopen rentelasten. Het effect wordt getemperd

was in december nagenoeg hetzelfde als in januari, terwijl de waarde zo'n vijftien procent lager had moeten liggen om een koper met volledige hypothecaire financiering te compenseren voor de stijgende financieringskosten.

Verwachte ontwikkeling huizenprijs

Het kan zijn dat de rente met enige vertraging doorwerkt in de huizenprijs. Als we kijken naar de correlatie tussen de verandering van de werkelijke en de geïnduceerde huizenprijs over de periode tussen januari 2016 en december 2022, dan is die het grootst (correlatiecoëfficiënt rond 0,5) bij een vertraging van vijf tot acht maanden voor de werkelijke huizenprijs (figuur 3). Deze doorwerkingstijd van de rente op de huizenprijs is waarschijnlijk deels het gevolg van de periode die zit tussen de aankoop (en het ontvangen van de hypotheekofferte) en de werkelijke overdracht van het huis. Gegeven dit vertragingpatroon zou de sterke stijging van de rente in de eerste helft van 2022 inmiddels in de huizenprijs verwerkt moeten zijn. De (beperkte) rentestijging in de tweede helft van 2022, zal in 2023 naar verwachting nog wel doorwerken in de huizenprijs, maar in mindere mate dan dat in de tweede helft van 2022 het geval was.

In hoeverre de daadwerkelijke huizenprijs nog daalt als gevolg van de gestegen rente, blijft echter speculeren. Wat we hier aantonen zegt iets over de *relatieve* druk die de renteontwikkeling uitoefent op de huizenprijs in evenwicht, maar niet zo veel over de *absolute* waardering op de huizenmarkt. De rente is niet de enige factor met invloed op huizenprijzen. De prijsdynamiek is complex, en hangt af van zowel woningmarktbeleid als demografische factoren en financiële condities (Bezemer en Schoenmaker, 2021; Hilbers en Eijking, 2022; Knoppel, 2022).

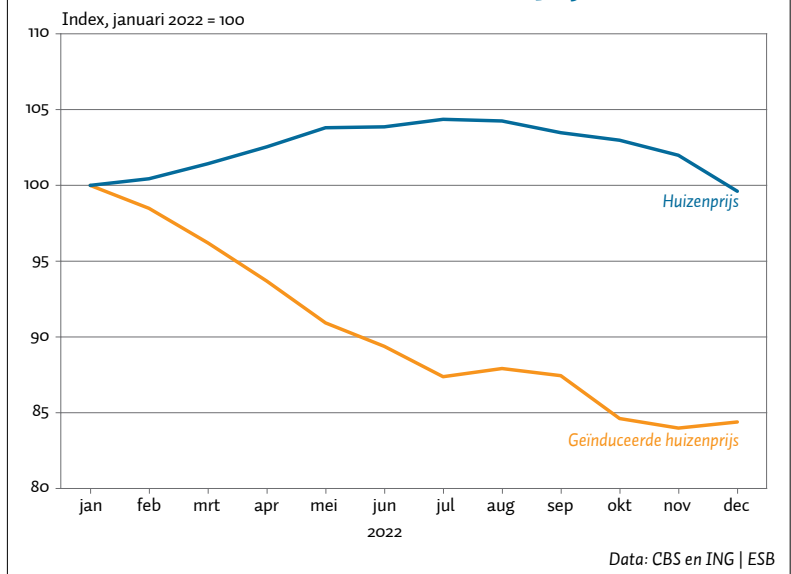
Koopstarter verder in het nauw

De voorsnog beperkte doorwerking van de rente in de huizenprijs betekent dat de recente daling van het prijsniveau voor de meeste koopstarters – die bijna maximaal lenen (AFM, 2023) – slechts een doekje voor het bloeden is: de rentelasten zijn voor hen nog meer opgelopen. Een koopstarter die de volle leencapaciteit benut is op dit moment nog slechter af dan een jaar geleden. De huizenprijs zou een flink stuk verder moeten zakken om een koopstarter te compenseren voor de renteschok van vorig jaar.

Door de beperkte doorwerking van de rente in de huizenprijs, is de woningmarkt nog ontoegankelijker geworden. In juli 2022, op de meest recente prijspiek, bedroeg de gemiddelde woningwaarde in Nederland 445.000 euro. Om zo'n bedrag te kunnen financieren bij het huidige renteniveau van 4,5 procent is er een jaarlijks brutoinkomen van zo'n 90.000 euro nodig volgens de inkomensnorm. Die lat wordt volgens de cijfers van het CBS op dit moment door minder dan dertig procent van alle particuliere huishoudens gehaald.

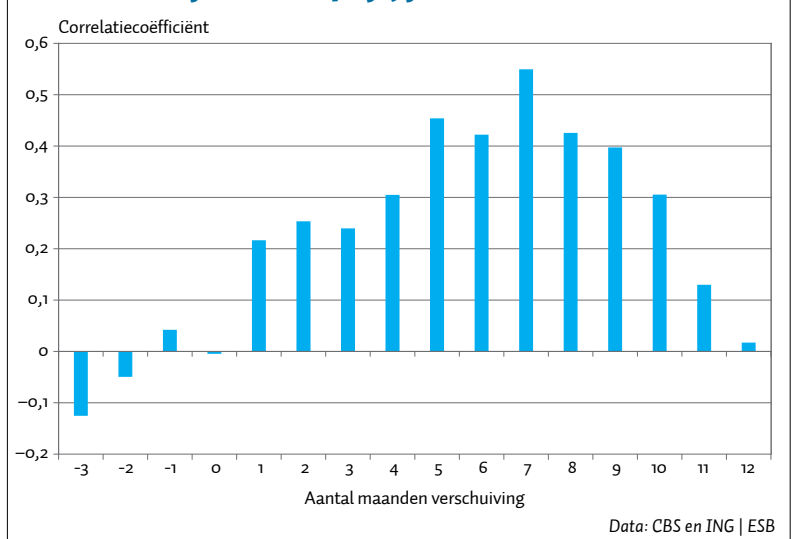
Rente werkt niet direct door in huizenprijs

FIGUUR 2



Maand-op-maand-correlatie geïnduceerde met daadwerkelijke huizenprijs, januari '16 – december '22

FIGUUR 3



Literatuur

AFM (2023) *Vervroegd aflossen: uitleg in 4 stappen*. Uitleg te vinden op www.afm.nl.

AFM (2023) *Consumentenmonitor Hypotheeksluiters*. Te vinden op www.afm.nl.

Bezemer, D. en D. Schoenmaker (2021) *Strengere hypotheekbelemmeringen zullen huizenprijzen remmen*. ESB, 106(4803), 516–518.

Bos, J. en M. Warnaar (2022) *Moeilijke positie starters lijkt riskant gedrag uit te lokken*. ESB, 107(4809S), 41–45.

DNB (2022) *Overzicht Financiële Stabiliteit – voorjaar 2022*. DNB Publicatie, mei.

Hilbers, P. en C. Eijking (2022) *Star aanbod en stimulering van vraag stuwen huizenprijzen in Nederland op*. ESB, 107(4809S), 30–34.

ING (2022) *Hypotheekrentetarieven*. Informatie te vinden op ing.nl.

Knoppel, M. (2022) *Geen enkele maatregel op zichzelf kan de woningprijstijging keren*. ESB, 107(4809S), 35–39.

Warnaar, M. en J. Bos (2017) *Inkomensnormen voor hypotheek*. ESB, 102(4749S), 34–37.

Opkomende markten gaan een stuk beter om met de stijgende rente dan vroeger

In het verleden leidden renteverhogingen door centrale banken in ontwikkelde economieën tot de uitstroom van kapitaal in opkomende markteconomieën, met valutadepreciaties en hogere financieringskosten tot gevolg. Dat is dit in de huidige verkrappingscyclus echter anders.

IN HET KORT

- De kapitaaluitstroom valt mee vanwege lagere lopenderekoningtekorten, beter monetair beleid en opgebouwde deviezenreserves.
- Ook worden landen nu meer op economische fundamenten beoordeeld, waardoor besmetting via financiële markten uitblijft.
- Desalniettemin zijn de schulden van opkomende economieën sterk toegenomen, wat ze kwetsbaar maakt voor de toekomst.

NAHOM GHEBRIHIWET
Senior Beleidsmedewerker bij het Ministerie van Financiën

Na de wereldwijde financiële crisis van 2008 profiteerden de opkomende markteconomieën (EME's; zie kader 1), van een sterke kapitaalinstroom. Deze kapitaalstromen werden ondersteund door lage rentetarieven in ontwikkelde economieën, en een zoektocht naar rendement door investeerders.

Toegang tot buitenlandse financieringsbronnen kan landen helpen met het opvangen van landspecifieke schokken (Obstfeld, 1994a; 1994b). Hiermee draagt de financiële integratie bij aan een internationale risicodeling.

Een sterke kapitaalinstroom kan echter ook gepaard gaan met risico's voor EME's. Zo maakt een hoge schuld in buitenlandse valuta landen kwetsbaar voor een valutamismatch, omdat opbrengsten van overheden en bedrijven met name in lokale valuta ged denomineerd zijn, wat kan leiden tot financiële instabiliteit in het geval van een wisselkoersdeprecieatie. Daarnaast bestaat bij externe schuld in lokale valuta (die is 62 procent van de totale externe schuld van EME's) het risico op een snelle kapitaaluitstroom zodra het risico op depreciatie toeneemt (data: BIS).

Financiële instabiliteit in EME's kan gepaard gaan met spill-overs voor de mondiale economie. EME's zoals China, India en Brazilië zijn momenteel goed voor ongeveer 46 procent van het mondiale bruto binnenlands product (bbp) in koopkrachttermen, en voor 70 procent van de

mondiale groei van het bbp (IMF F&D, 2021). Gezien de sterke verwevenheid van de Nederlandse economie met de wereldhandel zijn EME's ook steeds belangrijker geworden voor Nederland.

Doordat centrale banken in ontwikkelde economieën hun beleid momenteel normaliseren, verkrappen de mondiale financieringscondities. Dit kan leiden tot kapitaaluitstroom in EME's, met valuta-depreciaties en hogere financieringskosten tot gevolg.

Maar ondanks dat de Fed de rente nog nooit zo snel heeft verhoogd als in 2022 (in totaal met 2,36 procentpunt), hebben EME's de verkrappingscyclus redelijk goed doorstaan. Zo waren EME-valuta vorig jaar stabielier ten opzichte van de Amerikaanse dollar dan de valuta van ontwikkelde economieën, terwijl dit normaal gesproken niet zo is. De dollar steeg vorig jaar tussen januari en september met vijftien procent ten opzichte van de G10-landen, en slechts met vijf procent ten opzichte van de valuta van opkomende markten (exclusief China en Rusland). Bij eerdere momenten van spanning was dat andersom. Veel van de valuta van EME's zijn de afgelopen periode gestegen naar het niveau van voor de oorlog in Oekraïne, en de recente onrust op de financiële markten heeft vooralsnog een beperkte impact gehad op financieringscondities van EME's.

EME's met slechte economische omstandigheden werden wel hard geraakt door verkrappende mondiale financieringscondities, maar brede besmetting is uitgebleven. Zo nam het renteverskil met Amerikaanse staatsobligaties (*spread*) sterk toe in EME's met een lagere kredietbeoordeling, maar niet in EME's met een hoge kredietbeoordeling. Specifiek bereikte de *spread* van EME's met een zeer lage kredietbeoordeling in juni vorig jaar bijna het niveau van maart 2020 (het hoogtepunt tijdens de pandemie), terwijl de *spread* van EME's met een hoge kredietbeoordeling veel beperkter toenam en onder het historisch gemiddelde bleef (IMF, 2022).

Tot slot werd de kapitaaluitstroom in EME's vorig jaar met name aangevoerd door China (figuur 1). De Chinese schuldmarkt had in 2022 echter te maken met een aanzienlijke uitstroom, vanwege de economische omstandigheden in het land en niet zozeer door het beleid van de Fed (figuur 1). Figuur 1 laat daarnaast zien dat de kapitaaluitstroom in 2022 slechts een relatief klein deel is van de geaccumuleerde instroom sinds na de mondiale financiële crisis.



EME's zijn nu dus weerbaarder dan voorheen. Daar zijn een aantal redenen voor, zo zetten we in dit artikel uiteen. Tegelijkertijd blijven er risico's voor EME's.

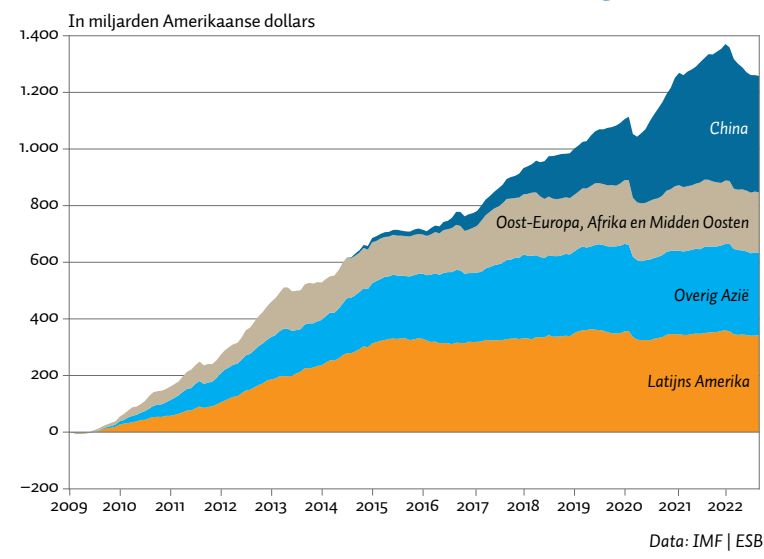
Investeerders beoordelen op fundamenten

Figuur 2 laat zien dat de renteversillen op staatschulden van EME's ten opzichte die van de Verenigde Staten na het uitbreken van het conflict in Oekraïne gemiddeld iets zijn toegenomen in vergelijking met voorgaande periodes van verkrapping. Deze toename is mogelijk het gevolg van het feit dat er sinds 2022 sprake is van een relatief sterke verhoging van de rente door de Fed in vergelijking met voorgaande verkrappingscycli.

Tegelijkertijd laat figuur 2 zien dat de verschillen tussen EME's zijn toegenomen in vergelijking met voorgaande verkrappingscycli (in 2013, 2018 en 2021). Dit wijst er mogelijk op dat EME's nu minder over dezelfde kam worden geschoen: landspecifieke economische omstandigheden (dat wil zeggen de economische fundamenten), zoals de staat van de overheidsfinanciën, lijken aan belang te hebben toegenomen als stimulans van de kapitaalstromen. Dit blijkt ook uit het feit dat in 2022 de depreciatie van de munt ten opzichte van de dollar gemiddeld acht keer zo groot was in EME's, en ontwikkelingslanden met een begrotingstekort van meer dan drie procent bbp dan in andere EME's en ontwikkelingslanden (Wereldbank, 2023). Het feit dat investeerders EME's meer beoordelen op economische fundamenten, heeft ervoor gezorgd dat brede besmetting is uitgebleven.

Cumulatieve stromen naar obligatiemarkten opkomende markten in lokale valuta per regio

FIGUUR 1



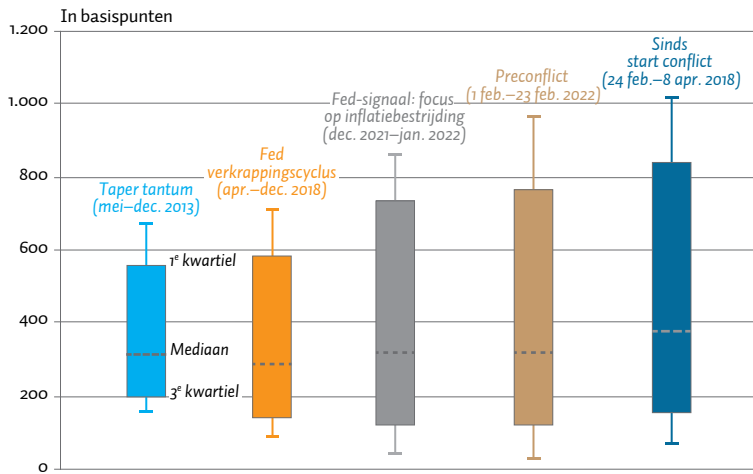
Opkomende markteconomieën

KADER 1

Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) verwijst naar de volgende twintig landen als zijnde een 'opkomende markteconomie' (EME: *Emerging Market Economy*): Argentinië, Brazilië, Chili, China, Colombia, Egypte, Hongarije, India, Indonesië, Iran, Maleisië, Mexico, de Filipijnen, Polen, Rusland, Saudi-Arabië, Zuid-Afrika, Thailand, Turkije en de Verenigde Arabische Emiraten.

Spreiding van rentespreads opkomende markten tijdens verschillende verkrappingscycli

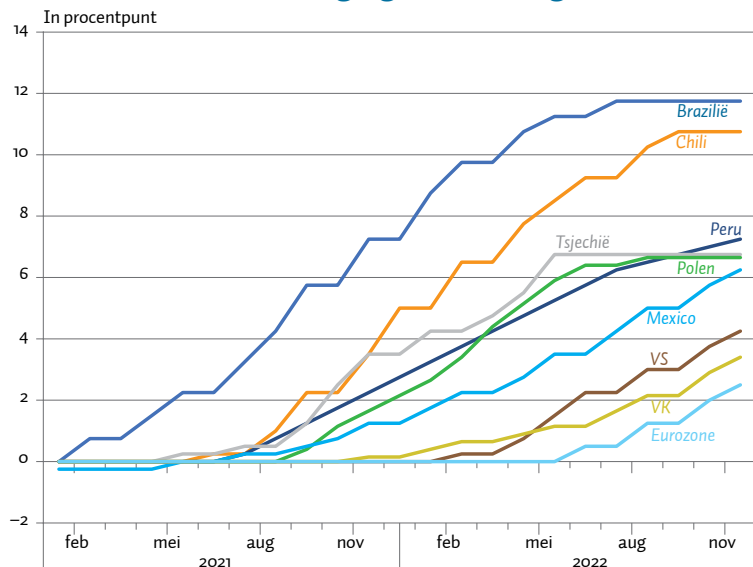
FIGUUR 2



Noot: De whiskers tonen respectievelijk de laagste en de hoogste waarde binnen anderhalve interkwartielafstand. Data: IMF | ESB

Cumulatieve renteverhogingen sinds begin 2021

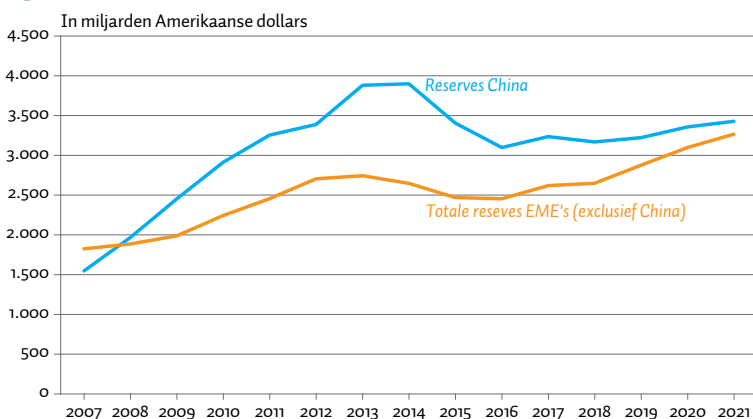
FIGUUR 3



Data: BIS | ESB

Totale buitenlandse valuta reserves van opkomende markten

FIGUUR 4



Data: Wereldbank | ESB

Monetair beleid voorkomt sterke depreciaties

Ook hebben centrale banken in EME's de beleidsrente sneller en sterker verhoogd in vergelijking met voorgaande verkrappingscycli. Figuur 3 laat bijvoorbeeld zien dat centrale banken van meerdere EME's hun beleidsrente sterker hebben verhoogd dan centrale banken in ontwikkelde economieën. In het verleden liepen centrale banken van EME's juist vaak achter op centrale banken in ontwikkelde economieën.

Ondanks dat renteverhogingen de groei onder druk zetten, kan het toch beter zijn om de rente te verhogen om een verdere kapitaaluitstroom en depreciatie te voorkomen. Depreciatie leidt namelijk tot een stijging van de reële waarde van de schuld, en de inflatie neemt toe waardoor inflatieverwachtingen mogelijk op losse schroeven komen te staan. Het huidige beleid van centrale banken in EME's wijst mogelijk op een verbetering van hun capaciteit om in onafhankelijkheid de inflatiedoelstelling na te streven en de druk van overheden te weerstaan.

Sterkere internationale investeringspositie

Tegelijkertijd hebben EME's in het decennium na de mondiale financiële crisis van 2008 de buitenlandse valuta-reserves sterk opgebouwd. Zo zijn tussen 2008–2021 de buitenlandse valuta-reserves van EME's bijna verdubbeld (figuur 4). Er was in 2022 ook sprake van relatief lage tekorten op de lopende rekening als gevolg van de diepe recessie in 2020, die de invoer in EME's sterk heeft doen afnemen, en veel grondstof exporterende EME's hebben geprofiteerd van de hoge grondstofprijzen. Deze ontwikkelingen hebben bijgedragen aan een algemene verbetering van de netto internationale investeringspositie van veel EME's. Hierdoor waren EME's over het algemeen weerbaarder dan bij eerdere verkrappingscycli. In 2022 hebben veel centrale banken in EME's hun buitenlandse valuta-reserves ingezet om de druk op hun valuta te verminderen

Huidige uitdagingen EME's

Ondanks dat EME's de huidige verkrappingscyclus over het algemeen betrekkelijk goed hebben doorstaan, blijven sommige EME's kwetsbaar door hoge overheidsschulden. Als gevolg van de pandemie en de voedsel- en energiecrisis zijn overheidsschulden van deze landen gemiddeld toegenomen van 36 procent bbp in 2012 tot meer dan 60 procent in 2022, volgens cijfers van het IMF. In het licht van hogere financieringslasten en een lagere mondiale groei leidt dit tot hogere risico's op een schulden crisis – en het IMF ziet in ongeveer 25 procent van de EME's een hoog risico daarop.

Het snel teruglopen van buitenlandse valuta-reserves in sommige EME's vergroot de kans op een schulden crisis verder. EME's waren in 2022 terughoudend om de economisch schok op te vangen door hun munt te laten depreciëren, en hebben in plaats daarvan hun buitenlandse valuta-reserves ingezet. Een daling van de munt zal namelijk gepaard gaan met nog hogere voedsel- en energieprijzen, wat politiek gevoelig ligt. Terwijl grotere EME's zoals China, India en Brazilië voldoende deviezenreserves hebben, zijn de buitenlandse valuta-reserves vorig jaar over het algemeen sterk gedaald. Volgens het IMF zijn de deviezen-

reserves van EME's en ontwikkelingslanden tot juni 2022 met 379 miljard dollar geslonken, waarmee er sprake was van de sterkste daling in reserves sinds 2008 (WSJ, 2022).

Ook zijn EME's in het afgelopen decennium voor de kapitaalinstroom afhankelijker geworden van buitenlandse niet-bancaire financiële intermediairs (NBFIs), zoals EME-investeringsfondsen. Deze partijen hebben momenteel een even groot aandeel in de kapitaalstromen richting EME's als buitenlandse banken. NBFi-stromen zijn relatief gevoelig voor wereldwijde financiële omstandigheden en investeringsfondsen zijn eerder geneigd een activa te verkopen wanneer de prijs daalt (FSB, 2022). De verschuiving naar marktfinanciering heeft dan ook gezorgd voor meer volatiele en procyclische kapitaalstromen.

Positief is dat het belang van lokale partijen voor de financiering van de overheidsschuld de afgelopen jaren wat is toegenomen. Zo is het aandeel van niet-ingezetenen in de lokale valutaschuld in verschillende EME's sinds januari 2020 met meer dan tien procentpunt gedaald (naar gemiddeld veertien procent in 2021 volgens data van de BIS).

Echter, het zijn met name lokale banken die een grotere rol zijn gaan spelen in het financieren van EME-overheden. Hierdoor is de afgelopen jaren de verwevenheid van de overheidsfinanciën met de binnenlandse bankensector toegenomen. De blootstelling van banken aan binnenlandse overheidsschuld is toegenomen tot zeventien procent van de totale activa van de banksector in 2021 (IMF, 2022). Een steeds grotere blootstelling aan obligaties van de eigen overheid gaat met risico's gepaard. Zo kunnen verliezen op overheidsobligaties leiden tot instabiliteit in de bankensector waardoor kredietverlening van banken onder druk komt te staan. Dit is met name een gevaar in landen met minder goed gekapitaliseerde banken en met kwetsbare overheidsfinanciën.

Deze sterke verwevenheid van de overheidsfinanciën met de binnenlandse bankensector is deels toe te schrijven aan het feit dat lokale kapitaalmarkten niet goed ontwikkeld zijn en onvoldoende diepgang kennen (IMF, 2021). Veel opkomende economieën beschikken namelijk nog steeds niet over een goede lokale investeerdersbasis en -infrastructuur (Wereldbank, 2022)

Conclusie

Over het algemeen hebben EME's de verkrappingscyclus in 2022 goed weten te doorstaan. Dit is mede te danken aan relatief lagere tekorten op de lopende rekening en snel en doortastend ingrijpen door de centrale banken van de EME's die de rente sterk hebben verhoogd en de opgebouwde buitenlandse valutareserves hebben ingezet om hun munt te ondersteunen. Ook werden landen met name op economische fundamenten beoordeeld door investeerders, waardoor een brede EME-besmetting uit is gebleven.

EME-overheden zijn in de jaren na de mondiale financiële crisis steeds beter in staat gebleken om in hun eigen valuta in het buitenland te lenen. Ze zijn hiermee minder afhankelijk geworden van een buitenlandse valuta-financiering, zodat valutarisico's zijn verminderd.

Tegelijkertijd hebben EME's wel te kampen met hoogoplopende schulden als gevolg van de pandemie en de voedsel- en energiecrisis. Deze landen zijn hierdoor kwets-

baar voor toekomstige schokken. Vanwege de grotere rol van buitenlandse niet-bancaire financiële tussenpersonen (NBFIs) in de financiering van EME-overheden blijven bovendien onderhevig aan schommelingen in de mondiale financiële condities.

Hoewel lokale partijen de afgelopen jaren belangrijker zijn geworden voor de financiering van de overheidsschuld is er in veel EME's nog een lange weg te gaan met het ontwikkelen van lokale kapitaalmarkten. Zo is de verwevenheid van de overheidsfinanciën met de binnenlandse bankensector toegenomen, wat met risico's gepaard gaat. Zo kunnen verliezen op overheidsobligaties leiden tot instabiliteit in de bankensector, waardoor kredietverlening van banken onder druk komt te staan. Het is dan ook van belang dat EME's begrotingsbuffers herstellen en bankbuffers verhogen om dergelijke risico's te minimaliseren.

EME's worden steeds belangrijker voor de mondiale economie en daarmee ook voor Nederland als open handelsland. Nederland poogt dan ook via *international financial institutions* bij te dragen aan het weerbaarder maken van EME's. Ook zet Nederland zich onder andere bij de Wereldbank in voor het gebruik van lokale-valuta-financiering omdat dit landen minder kwetsbaar maakt voor wisselkoersschommelingen. Daarnaast kan het inzetten op verdere verdieping en verbreding van lokale kapitaalmarkten bijdragen aan een meer gediversifieerde investeringsbasis, en zo de verwevenheid van lokale banken en overheden verkleinen. Dat kan tegelijkertijd de EME's minder afhankelijk maken van volatiele buitenlandse kapitaalstromen.

Literatuur

- FSB (2022) *US dollar funding and emerging market economy vulnerabilities*. Financial Stability Board, 26 april.
- IMF (2021) *Guidance note for developing government local currency bond markets*. IMF, 12 maart.
- IMF (2022) *Global financial stability report*. IMF, 11 oktober.
- IMF F&D (2021) *Miles to go: The future of emerging markets*. IMF Finance & Development, juni.
- Obstfeld, M. (1994a) Evaluating risky consumption paths: The role of intertemporal substitutability. *European Economic Review*, 38(7), 1471–1486.
- Obstfeld, M. (1994b) Risk-taking, global diversification, and growth. *The American Economic Review*, 84(5), 1310–1329.
- Wereldbank (2022) *Latin America isn't at risk of a 1980s-style crisis (but an era of missed opportunities looms)*. The World Bank, 29 augustus.
- Wereldbank (2023) *Global economic prospects*. The World Bank, januari.
- WSJ (2022) *Emerging markets burn through currency reserves as crisis risks grow*. *The Wall Street Journal*, 24 augustus.



Snel herstel Nederlandse economie mogelijk te danken aan digitalisering

Het relatief snelle herstel van de Nederlandse economie zou te maken kunnen hebben met de in internationaal perspectief hoge mate van digitalisering. Hebben bedrijven die vóór de pandemie meer gedigitaliseerd waren een hogere omzetgroei gerealiseerd in 2020? Een analyse aan de hand van Nederlandse data.

IN HET KORT

- Bedrijven in dezelfde sector hebben heel verschillend gepresteerd na de schokken tijdens de coronacrisis.
- De omzet is in 2020 sterker gestegen voor bedrijven met een groter aandeel telewerkers en digitale verkooproutes in 2019.
- Wel is er sprake van grotere heterogeniteit tussen bedrijven als het gaat om de invloed van digitalisering op de omzet.

DAAN FREEMAN

Wetenschappelijk medewerker bij het CPB

LEON BETTENDORF

Wetenschappelijk medewerker bij het CPB

Vaak wordt er gesuggereerd dat de Nederlandse economie in het algemeen, en succesvolle bedrijven in het bijzonder, snel herstelden na de dip in het tweede kwartaal van 2020 – onder meer door de vergevorderde digitalisering (D'Adamo et al., 2021; Ambrosio et al., 2022). Zo was Nederland sinds 2015 tot aan 2020 de Europese koploper in telewerken (Eurostat, 2023).

Digitalisering kon tijdens de pandemie bijdragen aan de flexibiliteit van bedrijven als het hen in staat stelde meer online te verkopen, en telewerken te faciliteren. Digitalisering heeft zo mogelijk een belangrijke rol gespeeld bij de weerbaarheid van bedrijven in 2020. Comin et al. (2022) laten voor bedrijven in Brazilië, Vietnam en Senegal zien dat er een positieve relatie bestaat tussen adoptie van digitale technologieën vóór 2020 en de omzetgroei tijdens 2020. Daarnaast tonen Bai et al. (2021) aan dat Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven met bestaande ICT- en telewerkfaciliteiten een hogere omzet behaalden in 2020. Groenewegen et al. (2021) vinden dat bedrijven met een hogere managementcore een hogere digitale omzet hadden.

In dit artikel onderzoeken we de vraag of digitale technologieën inderdaad hebben bijgedragen aan de weerbaarheid van bedrijven. We meten bedrijfsprestaties met de omzetgroei in 2020 ten opzichte van 2019. Bedrijven die hun omzet minstens op peil hebben weten te houden,

beschouwen we als weerbaarder dan bedrijven die daarin niet geslaagd zijn.

Ongelijke omzetgroei

Wij gebruiken jaarlijkse data op bedrijfsniveau voor de berekening van de omzetgroei in 2020. Hiervoor gebruiken we omzetdata van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) die alle bedrijfseenheden bevatten voor de landbouw, industrie, groot- en detailhandel, vervoer en opslag, horeca, ICT, en voor zakelijke dienstverlening.

Zoals bekend zijn de sectoren ongelijk getroffen door de gevolgen van de coronapandemie en door overheidsmaatregelen zoals lockdowns en sluitingen. Het zwaarst getroffen is de omzet van zakelijke diensten en horeca, zoals te zien is onderaan in figuur 1 (CBS, 2021; Adema et al. (2021)). We zien bovenin figuur 1 de sectoren die het relatief goed hebben gedaan, met name de landbouw en bouw-nijverheid.

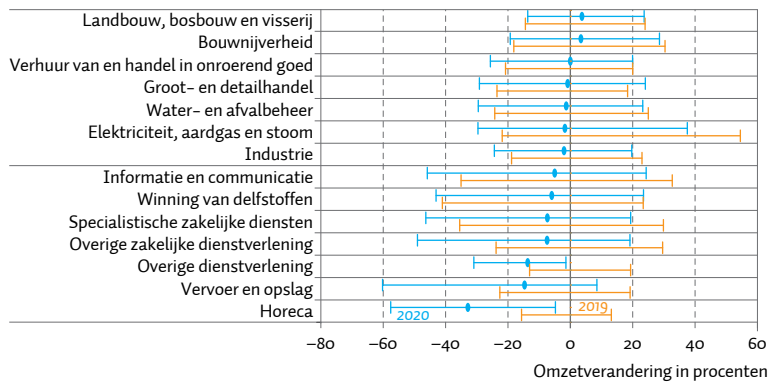
De figuur laat echter ook een toegenomen heterogeniteit zien in de omzetgroei van bedrijven binnen sectoren. Zelfs in veel zwaar getroffen (diensten)sectoren zijn er bedrijven die een sterke omzetgroei hebben gerealiseerd. Veel bedrijven hebben het in 2020 minder goed gedaan dan in 2019, maar de bovenkant van de verdeling is amper gekrompen of zelfs gestegen. De heterogeniteit is vooral gegroeid in de zakelijke dienstverlening.

Grotere verschillen tussen bedrijven

Verschillen in de ontwikkelingen van bedrijfsheterogeniteit worden scherper als we kijken naar de algehele verdeling per sector. In figuur 2 vergelijken we de verdeling van de omzetgroei in 2020, met die in 2019 van vier sectoren. In 2019 lag de modus (de piek van de verdeling) voor al deze sectoren op of nabij de nul procent. In 2020 is deze voor de hard geraakte sectoren – zoals cafés en restaurants en het personenvervoer – sterk negatief geworden. Waar voor personenvervoer de verdeling vrijwel uniform 'schuift', zien we in figuur 2 voor restaurants en cafés ook een toename van de spreiding – de piek van de verdeling is namelijk lager en de staarten zijn breder geworden. De toename van heterogeniteit zien we ook voor de detailhandel, maar dan zonder de verschuiving van de verdeling. Er is dus een toename van zowel bedrijven die het minder goed hebben gedaan, als van bedrijven die het juist beter hebben gedaan. Tot slot, in de industrie is de verdeling (relatief) stabiel gebleven.

Omzetverandering in 2020, per sector

FIGUUR 1

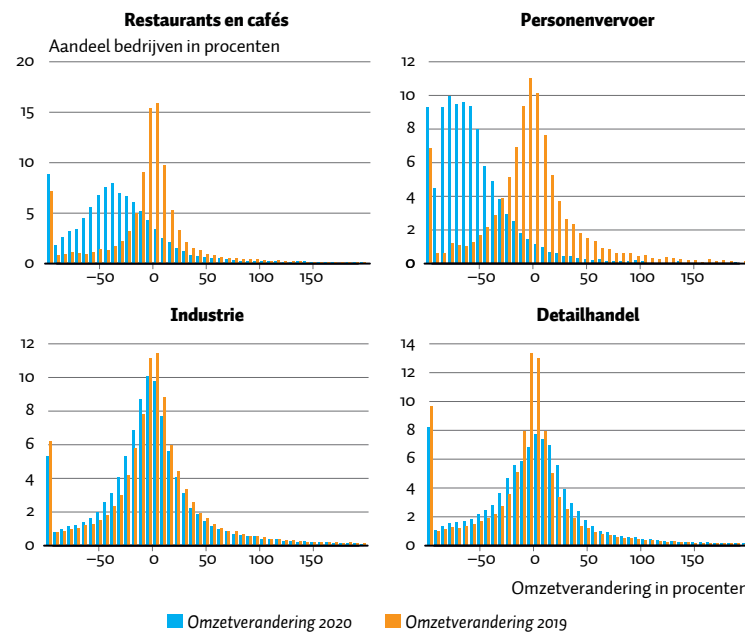


Noot: De intervallen geven de omzetverandering van het 25ste tot het 75ste percentiel

Data: CBS | ESB

Omzetverandering in 2020 en 2019

FIGUUR 2



Data: CBS | ESB

Relatie digitalisering en omzetgroei

We schatten de relatie tussen de uitgangspositie van bedrijven wat betreft digitale technologieën en de omzetgroei in 2020. Hiervoor gebruiken we de investeringsaandelen van ICT en van software uit de CBS-investeringsenquête, en het aandeel telewerkers en het aandeel digitale omzet (uit web/app-verkopen) uit de CBS ICT-enquête. Omdat deze data uit verschillende enquêtes komen, is het aantal bedrijven in elke analyse verschillend.

Het aantal bedrijven dat elk jaar ondervraagd wordt, is relatief klein. Daarom combineren we data voor de jaren 2017 tot en met 2019 in de analyse. Dit houdt in dat bijvoorbeeld het aandeel van software-investeringen gelijk is aan de waarde in één van deze jaren, of een gemiddelde als een bedrijf in meerdere jaren ondervraagd is (Freeman en Bettendorf, 2023).

We verwachten een positieve relatie tussen de uitgangspositie van de vier verschillende digitale maatstaven en de omzetgroei. Ten eerste: het aandeel telewerkers is een

indicatie voor de mogelijkheid van bedrijven om over te schakelen op telewerken. Bedrijven met telewerkervaring konden blijven opereren tijdens de lockdown. We verwachten dat dit voor deze bedrijven heeft bijgedragen aan een hogere omzetgroei dan van andere bedrijven (Bai et al., 2021). Ten tweede: met het aandeel digitale omzet, meten we in hoeverre bedrijven al beschikten over de infrastructuur en kennis om online te verkopen. We verwachten dat dit heeft bijgedragen aan de omzet in 2020, doordat de verminderde fysieke verkopen gemakkelijker opgevangen konden worden door online-verkopen (Andrews et al., 2021). Ten derde: ICT- en ten vierde software-investeringen zijn bredere maatstaven van de digitale ontwikkeling van bedrijven. We verwachten dat deze hebben bijgedragen aan de omzetgroei doordat bedrijven flexibeler zijn in de communicatie, zowel tussen werknemers als met externe partijen zoals toeleveranciers (Comin et al., 2022).

In de regressies controleren we voor een aantal kenmerken die mogelijk de relatie kunnen beïnvloeden. We gebruiken een serie simpele OLS-regressies waarmee we telkens één digitale maatstaf aan de omzetgroei relateren. Daarnaast controleren we telkens voor bedrijfsleeftijd, omvang, en het aandeel flexwerkers.

Resultaten

In figuur 3 tonen we de regressieresultaten, elke punt geeft de gestandaardiseerde regressiecoëfficiënt weer, en de horizontale lijnen tonen 95-procents-onzekerheidsintervallen. Elke lijn geeft een aparte regressie weer. Hierbij zijn de coëfficiënten te interpreteren als de verandering in omzetgroei die gepaard gaat met een verandering in de maatstaf van een digitale technologie van één standaardafwijking (Freeman en Bettendorf, 2023). Bijvoorbeeld, bedrijven met een standaardafwijking qua hoger aandeel telewerkers hadden gemiddeld zo'n vier procentpunt hogere omzetgroei in 2020.

Alle regressies zijn uitgevoerd met controle voor bedrijfsleeftijd, omvang en het aandeel aan flexwerkers.

De effecten in de volledige steekproef verbergen mogelijk heterogeniteit; digitalisering kan verschillende effecten hebben op bedrijven met een omzetsijging in 2020, en op bedrijven met een omzetsdaling in 2020. We splitsen de steekproef om na te gaan of de effecten verschillen tussen de goed en de slecht presterende bedrijven. Beide deelgroepen bevatten ruwweg de helft van de bedrijven.

De uitgangspositie van de digitale technologieën zijn verschillend gerelateerd aan omzetgroei. Voor alle digitaliseringsindicatoren geldt dat de coëfficiënt binnen de groep verliezers klein en precies geschat is. Dit komt omdat binnen deze groep de mate van digitalisering beperkt is. Wij rapporteren hier de meest eenvoudige regressie. De resultaten zijn robuust voor extra controlevariabelen (zoals een indicator voor belastinguitstel) en *fixed effects* per sector, maar deze toevoegingen hebben geen noemenswaardige impact op onze resultaten.

Impact telewerkers op omzetgroei positief

Er is, zoals verwacht, een positieve relatie tussen het aandeel telewerken en de omzetgroei van bedrijven. Bedrijven met bestaande telewerkfaciliteiten zijn daarmee weerbaarder

gebleken tijdens de eerste fase van de coronapandemie. Deze resultaten bewijzen geen causale relatie, maar het is plausibel dat deze bedrijven een telewerkcapaciteit sneller en efficiënter hebben kunnen uitbouwen. Hierdoor hebben groeiende bedrijven nog meer omzet kunnen genereren. Het effect voor de groep verliezers is nul, omdat telewerken simpelweg niet mogelijk was voor deze bedrijven, of omdat deze bedrijven niet in staat waren deze optie goed te benutten.

ICT-investeringen geen garantie voor succes

Bedrijven met goede startposities in ICT- en software-investeringen zijn in 2020 niet weerbaarder gebleken dan andere bedrijven. Dit blijkt uit de zeer geringe economische en statistische significantie in de relatie met omzet (coëfficiënt én standaardfout zijn gering). Dit suggereert dat bestaande investeringen in ICT en software de bedrijven niet extra beschermd hebben tegen de specifieke schok in 2020. Het is echter ook mogelijk dat deze maatstaf te brede uitgaven betreft en dat we moeten zoeken naar meer specifieke investeringen, zoals telewerken, en/of complementariteiten met andere kenmerken (Cathles et al., 2020).

Digitale verkopen positief maar heterogeen

Het aandeel digitale verkopen is sterk gerelateerd aan de omzetgroei, maar de onzekere schatting wijst op de grote heterogeniteit van dit effect. Hier zien we daarnaast ook een groot verschil tussen de schattingen voor winnaars en verliezers. Het is goed mogelijk dat een groep bedrijven sterk heeft geprofiteerd van ontwikkelde digitale verkooproutes, waar dat voor anderen niet mogelijk was. Verder onderzoek is nodig om deze verschillende groepen en hun veranderende marktaandelen nader te analyseren, zie ook IMF (2021).

Conclusie

Digitalisering lijkt op basis van onze onderzoeksresultaten op bepaalde punten te leiden tot hogere omzetgroei in 2020. Dat gold bijvoorbeeld voor bedrijven met een goede uitgangspositie in telewerken. Het is mogelijk dat dit heeft bijgedragen aan een relatief voorspoedig herstel van bedrijven in Nederland ten opzichte van andere landen. Hoe de andere digitale technologieën hier aan hebben bijgedragen valt moeilijker te zeggen met de huidige data.

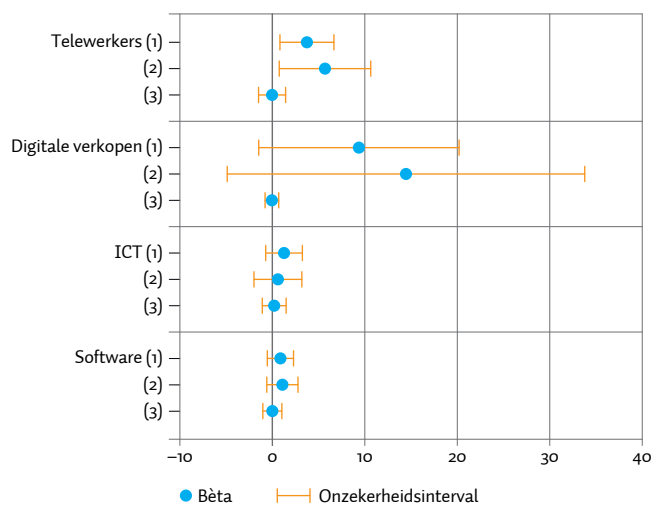
Eén kanttekening bij de resultaten is dat in ons huidige onderzoek de impact van het steunbeleid op de bedrijfsresultaten beperkt aan bod komt, terwijl dat voor het functioneren van bedrijven in 2020 een belangrijke rol speelt (Freeman et al., 2021). De opzet van het steunbeleid levert echter een endogeniteitsprobleem op in deze analyse. De steun is namelijk conditioneel op de (verwachte) omzet.

Onze resultaten bieden inspiratie voor verder onderzoek. Wij gebruiken hier omzetgroei als indicator van de weerbaarheid van bedrijven, maar dit biedt niet in alle gevallen een nuttige indicatie van bedrijfsprestaties. Omzetgroei is een zwakke indicator van weerbaarheid als die gepaard gaat met een doorberekende kostenstijging. Toekomstig onderzoek kan daarom verschillende maatstaven van weerbaarheid bestuderen, zoals winstgevendheid en werkgelegenheid.

Analyses met bredere datasets kunnen ook winst opleveren. Informatie op gedetailleerder sectorniveau kan meer

Regressieresultaten: Effect op omzetgroei

FIGUUR 3



Noot: (1) alle bedrijven; (2) bedrijven met omzetstijging in 2020 (3) bedrijven met omzetsdaling

ESB

inzicht bieden in de heterogene uitkomsten. Met de huidige enquêtedata kunnen we beperkt naar specifieke sectoren kijken. Met bredere datasets kunnen er meer sectorspecifieke dynamieken in kaart gebracht worden, wat mogelijk de gevonden heterogeniteit kan verklaren.

Tot slot kan er winst behaald worden uit een internationaal perspectief. Een vergelijking tussen landen zou de analyse kunnen versterken door het toevoegen van een bredere set bedrijven in verschillende contexten. Op die manier zou ook geanalyseerd kunnen worden of digitalisering inderdaad het relatief snelle herstel van de Nederlandse economie verklaart na de pandemie.

Literatuur

- Adema, Y., L. Bettendorf, D. Freeman et al. (2021) *Economische analyse steunpakket 2020*. CPB Notitie, september.
- Ambrosio, F., D. Rückert en C. Weiss (2020) *Who is prepared for the new digital age?: Evidence from the EIB Investment Survey*. European Investment Bank.
- Andrews, D., A. Charlton en A. Moore (2021) *COVID-19, productivity and reallocation: Timely evidence from three OECD countries*. OECD Economics Department Working Paper, 1676.
- Bai, J.J., E. Brynjolfsson, W. Jin et al. (2021) *Digital resilience: How work-from-home feasibility affects firm performance*. NBER Working Paper, 28588.
- Cathles, A., G. Nayyar en D. Rückert (2020) *Digital technologies and firm performance: Evidence from Europe*. EIB Working Paper, 2020/06.
- CBS (2021) *Ondernemers in door corona getroffen bedrijfstakken somber*. CBS Bericht, 12 februari.
- Comin, D.A., M. Cruz, X. Cirera et al. (2022) *Technology and resilience*. NBER Working Paper, 29644.
- Freeman, D. en L. Bettendorf (2023) *Snel herstel Nederlandse economie mogelijk te danken aan digitalisering*. CPB publicatie, te vinden op cpb.nl.
- D'Adamo, G., M. Bianchi en L. Granelli (2021) *Digitalisation and beyond: The COVID-19 pandemic and productivity growth in G20 countries*. Economic Brief 067, Europese Unie.
- Eurostat (2023) *European Union Labour force survey*. Te vinden op ec.europa.eu.
- Freeman, D., L. Bettendorf en Y. Adema (2021) *Covid-19 support distorted the process of creative destruction in the Netherlands*. Te vinden op cepr.org.
- Groenewegen, J., S. Hardeman en E. Stam (2021) *Goed gerunde bedrijven weerbaarder tijdens corona*. ESB, 106(4801), 428–429.
- IMF (2021) *Boosting productivity in the aftermath of COVID-19*. International Monetary Fund, G-20 Background Note, juni

Vijf aanbevelingen om klimaat- en inkomensbeleid samen te laten gaan

Het kabinet denkt na over de verlenging van het energieprijzplafond om huishoudens te beschermen tegen hoge energieprijzen. Tegelijkertijd wordt er met het oog op de klimaatdoelen ook een minimumprijs voor gas overwogen. Wat zijn de effecten van beide maatregelen op financieel kwetsbare huishoudens, en hoe kunnen het klimaat- en inkomensbeleid samengaan?

IN HET KORT

- Het prijsplafond werkt vooral goed als doelgroepgerichte verzekering voor extreme prijzen, minder als koopkrachtinstrument.
- Verduurzaming van woningen vermindert de CO₂-uitstoot, maar is niet altijd genoeg om financiële kwetsbaarheid te voorkomen.
- Een minimumprijs voor gas, met een terugsluis van opbrengsten naar lage inkomens, brengt de klimaatdoelen dichterbij.

FRANK VAN HOENSELAAR

Econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB)

BAS HEERMA VAN VOSS

Econoom bij DNB en promovendus aan de Radboud Universiteit

Jarenlang was het in Den Haag gemeengoed dat koopkrachtbeleid niet via de energierekening diende te lopen. De extreme energieprijzen die volgden op de Russische invasie in Oekraïne maakten een einde aan deze beleidswijsheid. In 2023 geldt er een prijsplafond voor gas en elektriciteit. Maar niet alleen te hoge, ook te lage energieprijzen worden als onaanvaardbaar beschouwd. Prijsprikkels dragen namelijk bij aan het behalen van de klimaatdoelen – en onder druk van de hoge prijzen hebben we het afgelopen jaar massaal energie bespaard. In het recent uitgekomen Interdepartementaal Beleidsonderzoek Klimaat (Rijksoverheid, 2023) adviseren ambtenaren daarom tot de invoering van een minimumprijs voor gas.

Het kabinet buigt zich nu gelijktijdig over zowel het prijsplafond als de minimumprijs, en de beleidskeuzes kunnen al binnenkort bij de besluitvorming dit voorjaar relevant zijn. Bij het formuleren van dit energieprijzbeleid is het van belang om de impact op financieel kwetsbare huishoudens af te wegen tegen de effecten op de klimaatdoelen. Met welke keuzes kan het kabinet recht doen aan de doelen vanuit beide beleidsdomeinen? Wij doen vijf aanbevelingen op basis van berekeningen met CBS microdata.

1. Gebruik het prijsplafond als gerichte verzekering tegen extreme prijzen, niet als een vast koopkrachtinstrument

Het prijsplafond is vorig jaar tot stand gekomen 'onder stoom en kokend water'. Een veel gehoorde kritiek is dat het onvoldoende gericht is: ook huishoudens die dit niet nodig hebben worden gecompenseerd. Hiermee wordt er een onnodig groot beroep gedaan op de belastingbetaler, en wordt de verduurzamingsprikkel ten dele weggenomen.

Positief aan het prijsplafond is daarentegen dat het tot op zekere hoogte kan voorkomen dat huishoudens financieel kwetsbaar worden. Uit onze analyse op basis van CBS microdata naar financiële kwetsbaarheid van huishoudens, zie kader 1, blijkt dat het prijsplafond een groot deel van de pijn kan wegnemen, maar dat het de effecten van de gestegen prijzen niet volledig dempt. Dit is logisch, omdat de prijzen tot waar het prijsplafond afdekt aanzienlijk hoger liggen dan de gemiddelde energieprijzen uit het verleden.

Bij het prijsniveau van 2022 (2,30 euro per kuub gas, 0,54 euro per kilowattuur elektriciteit), zonder aanvullend beleid en bij een gelijkblijvend energieverbruik, waren er ongeveer 1.050.000 huishoudens (dertien procent) financieel kwetsbaar geweest. In dat scenario zou het prijsplafond tot een reductie van 310.000 kwetsbare huishoudens hebben geleid. De gemiddelde jaarlijkse energierekening voor alle huishoudens was dan met zo'n 1.200 euro gedaald.

Bij nóg hogere energieprijzen was het prijsplafond effectiever geweest. Als de energieprijzen dit jaar waren uitgekomen op anderhalf keer die van 2022, dan had het prijsplafond gezorgd voor een reductie van 610.000 kwetsbare huishoudens. Dit duidt op de kracht van het prijsplafond als een 'verzekering' tegen hogere prijzen, zie figuur 1.

Het huidige prijsplafond heeft dus voor- en nadelen. Het is een duur koopkrachtinstrument om de meest kwetsbare huishoudens te bereiken. De kosten van het prijsplafond zouden bij het prijsniveau van 2022 en het verbruik van 2020 ongeveer 8,5 miljard euro geweest zijn. Tegelijkertijd heeft het huidige prijsplafond als voordeel ten opzichte van het reguliere koopkrachtbeleid dat het ook aansluit op de grote verschillen in energie-uitgaven binnen de groep van kwetsbare huishoudens. Sommige huishoudens worden bij extreme energieprijzen immers zwaarder getroffen dan andere, vanwege de verschillen in energielabel, type energiecontract, gezinssamenstelling of gezondheid. Hoewel



een prijsplafond duur uitpakt als koopkrachtinstrument, is een gericht prijsplafond als verzekering voor lage inkomens tegen extreme prijzen dus wel te rechtvaardigen. De vraag is dan: hoe komen we tot een gerichter prijsplafond?

2. Als een sociaal tarief onhaalbaar blijkt, kan een verlaging van de verbruikshoeveelheden het prijsplafond gerichter maken

Als er ook in 2024 een prijsplafond nodig blijkt, is het verstandig om het plafond 'gerichter' te maken. Het kabinet overweegt dat ook. Een inkomensafhankelijk plafond, – ook wel een sociaal tarief genoemd – kan dezelfde doelen vele malen efficiënter behalen. Het is op dit moment echter onzeker of een dergelijk plafond uitvoerbaar is.

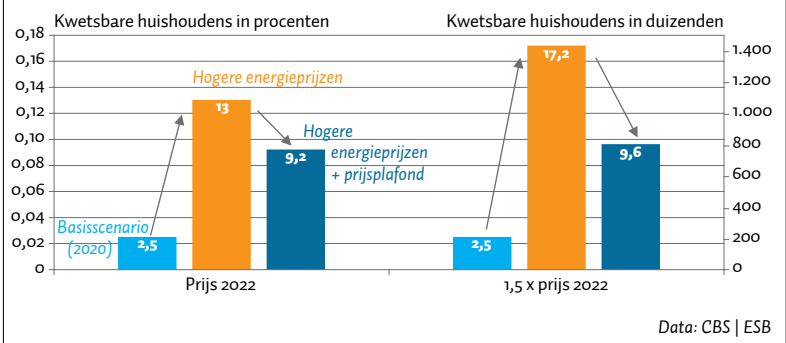
Mocht een inkomensafhankelijk plafond niet haalbaar blijken, dan zijn er twee knoppen waaraan er relatief eenvoudig gedraaid kan worden om het huidige prijsplafond gerichter te laten werken. Ten eerste het energiegebruik dat onder het prijsplafond valt (plafondvolume), en ten tweede de hoogte van de compensatie (plafondprijzen). Maar welke optie is het meest effectief in het terugdringen van financiële kwetsbaarheid?

Zowel vanuit klimaatperspectief als vanuit inkomensbeleid heeft het verlagen van het plafondvolume de voorkeur. Omdat het marginale gebruik scherper beprijsd wordt als het plafondvolume naar beneden wordt bijgesteld, biedt deze ingreep een sterkere prikkel tot energiebesparing en verduurzaming. Daarnaast sluit een lager plafondvolume beter aan bij de doelgroep: lage inkomens hebben, gemiddeld genomen, een lager energieverbruik dan het gemiddelde van alle huishoudens. Zij zijn dus vaker al geholpen met een lager plafondvolume. Dit beeld wordt bevestigd door de cijfers gepresenteerd in tabel 1. Daarin wordt het huidige prijsplafond afgezet tegen een halvering van de plafondvolumes, en een verhoging van de plafondprijzen naar 1,90 euro per kuub gas en 0,50 euro per kWh elektriciteit. Tabel 1 toont dat per bestede euro een halvering van het plafondvolume ongeveer vijftien procent effectiever is in het beperken van het aantal kwetsbare huishoudens dan een verhoging van de plafondprijzen.

Een versoberd plafond kan bovendien samengaan met een vangnetregeling voor schrijnende gevallen – bijvoorbeeld

Gevolgen hogere energieprijzen en prijsplafond op de kwetsbaarheid van huishoudens

FIGUUR 1



Effecten en kosten van vormgevingen van het prijsplafond, afgezet tegen energieprijzen 2022

TABEL 1

Scenario	Energieprijzen (kuub gas, kWh elektriciteit)	Effect aantal kwetsbare huishoudens	Effect overheidsuitgaven
Prijsplafond 2023	€1,45 tot 1.200 kuub, €0,40 tot 2.900 kWh	-310.000	€8,5 miljard
Prijsplafond, halvering plafondvolumes	€1,45 tot 6.00 kuub, €0,40 tot 1.450 kWh	-220.000	€5,1 miljard
Prijsplafond, verhoging prijzen	€1,90 tot 1.200 kuub, €0,50 tot 2.900 kWh	-130.000	€3,5 miljard

Data: CBS | ESB

Wie is er kwetsbaar voor energieprijsstijgingen?

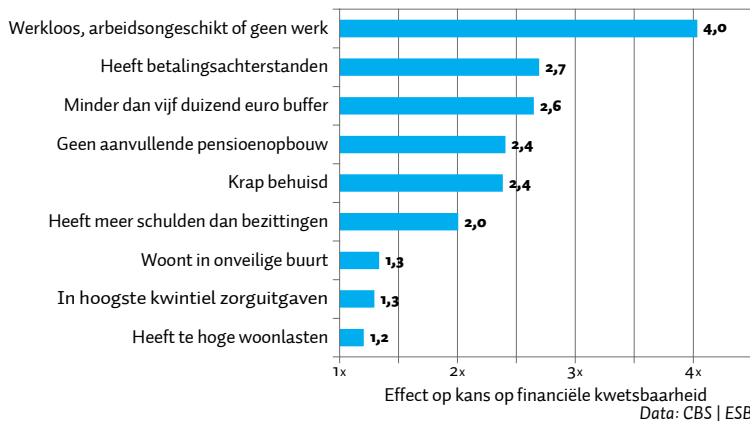
KADER 1

Doel van het prijsplafond is om de effecten van de gestegen energieprijzen op de koopkracht tegen te gaan, met het oog op huishoudens die anders in de betalingsproblemen zouden kunnen komen. In dit artikel worden huishoudens conform Schotten et al. (2023) beschouwd als financieel kwetsbaar voor energieprijsstijgingen als zij ten eerste energie-uitgaven hebben van meer dan acht procent van het huishoudensinkomen, ten tweede weinig vermogen hebben (minder dan 12.450 euro), en ten derde

een besteedbaar inkomen hebben tot 120 procent van de armoedegrens. Er doen ook andere definities de ronde (Mulder et al., 2023), maar er is geen consensus. De hier gekozen definitie leent zich goed voor het evalueren van beleidsinstrumenten zoals het prijsplafond. Daarbij gaan we telkens uit van gelijkblijvend beleid. Zie voor scenario's waarin ander compenserend beleid is meegenomen Schulenberg en Vlekke (2022).

Stapeling van kwetsbaarheden bij door energieprijsstijging financieel kwetsbare huishoudens

FIGUUR 2



zoveel mogelijk op individuele basis bekeken worden, maar dit vraagt veel van de uitvoerders van een dergelijke regeling, zeker als deze een grote groep moet helpen. Ook moet er bij een beperkter plafond gekeken worden naar andere instrumenten om de koopkrachteffecten van gestegen prijzen op lagere inkomens te dempen. Wat zijn de uitgangspunten voor dit koopkrachtbeleid?

3. Richt koopkrachtbeleid op groepen die op meerdere terreinen kwetsbaar zijn

De groep huishoudens die financieel kwetsbaar zijn voor energieprijsstijgingen, heeft veelal ook andere kwetsbaarheden en problemen. Zo heeft deze groep meer dan tweeneenhalf keer zo vaak een problematische schuld – en ook vier keer zo vaak geen werk. Ook is deze groep vaker te krap behuist, bouwt ze bijna twee keer zo vaak geen pensioen op, en woont ze vaker in een onveilige buurt. Zie figuur 2 voor de samenhang tussen de kwetsbaarheden van Nederlandse huishoudens. Uit eerdere studies (Mulder et al., 2023; Schotten et al., 2023) weten we ook dat in deze groep huurders sterk oververtegenwoordigd zijn. Huurders hebben bovendien vaak minder mogelijkheden om hun energieverbruik te verlagen.

De overlap in kwetsbaarheden, zoals weergegeven in figuur 1, laat zien dat de doelgroep van het prijsplafond veelal dezelfde doelgroep is als die van het 'reguliere' inkomensbeleid. Dit betekent dat er corporaties, schuldhulpverlening en 'traditionele' koopkrachtinstrumenten nodig zijn voor een evenwichtige oplossing. Deze traditionele instrumenten kunnen de getroffen groep veelal efficiënter bereiken dan dat het energieprijsplafond dat kan.

4. Versnelde verduurzaming van woningen van kwetsbare huishoudens is verstandig, maar niet in alle gevallen voldoende

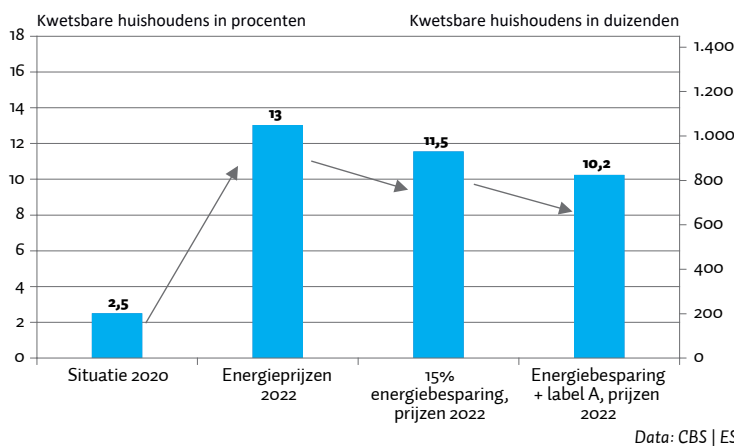
Het versneld verduurzamen van woningen wordt door het kabinet terecht gezien als 'een win-win' tussen klimaat- en inkomensbeleid. Hierdoor gaan zowel de energiekosten als de uitstoot van CO₂ omlaag. Dit geldt in het bijzonder als de woningen van kwetsbare groepen met voorrang kunnen worden verduurzaamd. Wat zijn de effecten die we hiervan kunnen verwachten op financiële kwetsbaarheid?

Veel mensen hebben in 2022 energie bespaard. Een groot deel van de huishoudens draaide de thermostaat lager en douchte korter. Een kleiner maar eveneens toegenomen deel investeerde in isolatie en warmtepompen (Schotten et al., 2023). Gecorrigeerd voor de gemiddelde buitentemperatuur, lag het verbruik van gas gemiddeld vijftien procent lager (CBS, 2023). Deze energiebesparingen hebben geleid tot een kleiner aantal huishoudens dat financieel kwetsbaar is. Als we ervan uitgaan dat alle huishoudens in gelijke mate energie hebben bespaard – en in gelijke mate op zowel gas als elektriciteit – dan neemt het aantal kwetsbare huishoudens met zo'n 120.000 af door alleen deze energiebesparingen – zie figuur 3. Dit is waarschijnlijk een onderschatting van het daadwerkelijke effect van de besparingen, omdat we weten dat huishoudens met een hogere energierekening meer bespaard hebben (Schotten et al., 2023).

Verdere verduurzaming van de huizenvoorraad is een verstandige volgende stap. Dit moet hoe dan ook bij het behalen

Effecten van prijzen, gedrag en verduurzaming op het aantal financieel kwetsbare huishoudens

FIGUUR 3



Effecten en kosten van verschillende minimumprijzen, afgezet tegen scenario energieprijzen 2020

TABEL 2

Scenario	Energieprijzen (kuub gas, kWh elektriciteit)	Effect aantal kwetsbare huishoudens	Effect overheidsinkomsten
Minimumprijs gas laag	€1,00 per kuub	+120.000	€1,9 miljard
Minimumprijs gas hoog	€1,50 per kuub	+370.000	€6,4 miljard

Data: CBS | ESB

beeld waar de medische omstandigheden ertoe leiden dat het energieverbruik van een huishouden ver uitkomt boven het gemiddelde. Bij extreme prijzen die een prijsplafond rechtvaardigen, is een vangnetregeling echter in alle gevallen nodig – want hoe genereus het prijsplafond ook wordt ingericht, er zullen altijd huishoudens zijn die zonder eigen schuld vastzitten aan een hoger verbruik dan wordt vergoed. Naarmate de vangnetregeling een groter deel van de doelgroep dekt, kunnen de kosten van het prijsplafond afnemen.

Hier speelt echter een afruil tussen een uitvoerbare en een doelmatige vangnetregeling: voor een optimaal effect moet de nood bij de huishoudens die zich aanmelden

van de klimaatdoelen. Bovendien zijn de effecten van een dergelijke verduurzaming structureel, en daarmee al snel goedkoper dan een doorlopende compensatie. Echter, de te behalen reductie van financiële kwetsbaarheid is niet erg groot. Aan de hand van een inschatting hoeveel er bespaard kan worden met verbeteringen in energielabels (Groot, 2023), hebben we berekend wat verduurzaming voor het aantal financieel kwetsbare huishoudens zou betekenen. Zelfs als alle huishoudens tot label A verduurzaamd worden, dan betekent dit een extra vermindering van 100.000 financieel kwetsbare huishoudens. Wel dempt dit samen met de energiebesparing de energierekening met bijna 1200 euro per jaar. Deze effecten betekent dat er structureel voor minder huishoudens hulp nodig is bij extreme energieprijzen, en dat huishoudens die financieel kwetsbaar blijven veelal met minder hulp toekunnen. Hoewel spoedige verduurzaming noodzakelijk is, zijn inkomensproblemen dus wel structureel te verminderen, maar niet volledig te verhelpen met verduurzaming alleen. Dit komt ook deels doordat veel kwetsbare huishoudens bij woningcorporaties huren, waar de energiezuinigheid van woningen al relatief hoog is.

5. Voer een beperkte minimumprijs in, met compensatie voor kwetsbare groepen

Energieprijssprikkelers werken om de verduurzaming van huizen te versnellen, zo bleek afgelopen jaar eens te meer (Schotten et al., 2023). Het IBO Klimaat bevat dan ook voorstellen aangaande een minimumprijs voor gas via de energiebelasting (Rijksoverheid, 2023). Een minimumprijs geeft zekerheid aan investeerders in verduurzaming – zoals verhuurders en woningeigenaren – over het rendement van hun investeringen. Uit de begeleidende analyse van CE Delft blijkt dat vrijwel alle woningen rendabel verduurzaamd kunnen worden bij een gasprijs van 1,50 euro per kuub. Bij een prijs van 1,00 euro neemt het aantal rendabel te verduurzamen woningen toe met 800.000, ten opzichte van het prijsniveau van 2020. Daarom richten we ons hier alleen op de eerste twee niveaus, 1,00 en 1,50 euro. Die zetten we af tegen de prijsniveaus van 2020, niet van 2022 – omdat een minimumprijs geen effect heeft in een scenario met hoge prijzen.

Een minimumprijs van 1,50 euro betekent ongeveer een verdubbeling van het prijsniveau van 2020. Het aantal financieel kwetsbare huishoudens neemt daarmee fors toe: met een toename van 370.000 kwetsbare huishoudens verdrievoudigt bijna de problematiek in dat scenario. Als er wordt gekozen voor een minimumprijs van 1,00 euro is de toename in het aantal kwetsbare huishoudens met 120.000 huishoudens een stuk beperkter. Aangezien deze maatregel – mochten de energieprijzen weer tot dit niveau zakken – leidt tot hogere inkomsten voor de staat uit de energiebelasting op gas, is er ruimte voor compensatie. Die compensatie kan bij de prijsniveaus van de minimumprijzen worden vormgegeven via het reguliere koopkrachtinstrumentarium – zoals in de derde sectie van dit artikel geschetst, is er een aanzienlijke overlap tussen de groep financieel kwetsbaren voor energieprijsstijgingen en groepen zoals huurders, problematische schuldenaars, en dergelijke. Als met compenserend beleid de koopkrachteffecten voor de laagste inkomens beperkt kunnen worden gehouden, dan kan een minimumprijs forse positieve klimaateffecten realiseren.

Conclusies

Een betere combinatie van inkomens- en klimaatbeleid dan in 2023 is goed voorstelbaar. Een gerichter prijsplafond dat werkt als verzekering, spoedige verduurzaming van woningen van financieel kwetsbare huishoudens, inkomensbeleid op basis van kenmerken van de doelgroep en een zorgvuldig gekozen minimumprijs, kunnen daaraan bijdragen. Tegelijkertijd blijft er een afruil bestaan tussen de doelen van inkomensbeleid en klimaatbeleid.

Een dergelijke afruil doet zich bijvoorbeeld voor bij het vaststellen van een minimumprijs voor gas. Hoe hoger deze minimumprijs, des te sterker het klimaateffect, maar ook hoe meer het wringt dat compensatie voor een minimumprijs alleen generiek kan worden vormgegeven. Dit betekent dat huishoudens in de onderste inkomensgroepen met een slecht geïsoleerde woning relatief meer last hebben van een minimumprijs. Bovendien gaat het binnen die groep vaak om huurders, en ook om woningeigenaren met beperkte middelen. Het perspectief op verduurzaming is voor die groep dus beperkt. Anderzijds – zoals het IBO Klimaat terecht constateert – is het laaghangende fruit binnen het klimaatbeleid al grotendeels geplukt. De overgebleven maatregelen die de klimaatdoelstellingen substantieel dichterbij kunnen brengen hebben alle hun nadelen. Verder uitstellen van klimaatmaatregelen die toch ooit getroffen moeten worden, maakt deze niet minder pijnlijk en betekent dat de compensatie langer loopt.

Een andere uitruil betreft die tussen de gerichtheid en effectiviteit van het prijsplafond. Enerzijds beperkt een te ruim prijsplafond de prikkels voor klimaatbeleid, en biedt risico's op overcompensatie en onbeheersbaarheid van de overheidsfinanciën. Anderzijds bestaat de wens om effecten van extreme energieprijzen op te vangen voor lage inkomens. Deze uitruil is veel scherper, zo lang een inkomensgericht prijsplafond onuitvoerbaar blijft. Wel zijn er verzachtende maatregelen denkbaar. Een goed uitgewerkte vangnetregeling, waarbij er op basis van maatwerk wordt gekeken naar schrijnende gevallen, is ingewikkeld om uit te voeren maar kan wel de spanning tussen gerichtheid en effectiviteit doen afnemen.

De spanning tussen de doelen van klimaatbeleid en inkomensbeleid kan niet volledig worden weggenomen, en de voorliggende besluiten zijn daarom bij uitstek politieke afwegingen tussen verschillende belangen. Dit neemt niet weg dat er een flinke winst valt te behalen ten opzichte van het huidige energieprijzbeleid. Daarbij is er nu meer tijd dan vorig jaar om ook de langetermijneffecten op inkomensverdeling, klimaat en overheidsfinanciën mee te wegen.

Literatuur

- CBS (2023) *Aardgasverbruik woningen 2022: Voorlopige cijfers*. CBS Bericht, 13 februari.
- Groot, S. (2023) *Energiecrisis maakt energiezuinige woning nog aantrekkelijker*. Rabobank Bericht, 20 januari.
- Mulder, P, A. Batenburg en F. Dalla Longa (2023) *Energiearmoede in Nederland 2022*. TNO Rapport, januari.
- Rijksoverheid (2023) *Scherpe doelen, scherpe keuzes*. Rapport, maart. Te vinden op www.tweedekamer.nl.
- Schotten, G., G. Brouwer, B. Heerma van Voss en F. van Hoenselaar (2023) *Isoleren en compenseren*. DNB Analyse, 14 februari.
- Schulenberg, R. en M. Vlekke (2022) *Stresstest kosten van levensonderhoud*. CPB Beleidsanalyse, juni.

Behoud saldering en zet in op dynamische energietarieven

De energietransitie komt in een volgende fase. Met de succesvolle doorbraak van duurzame energiebronnen zijn de elektriciteitsprijzen zo volatiel geworden dat de energievraag flexibeler moet worden en de energieopslag moet worden opgeschaald.

IN HET KORT

- Stimuleer dynamische prijzen, voer een energiebelasting proportioneel aan de prijs in, en behoud de salderingsregeling.
- De structuur van de energietarieven moet veranderen, zodat de belangen van de leveranciers en huishoudens overeenkomen.

REYER GERLAGH

Hoogleraar aan
Tilburg University

Nederland heeft tussen 2015 en 2023 iets opmerkelijks bereikt. Jarenlang was ons land een achtergebleven gebied met weinig windmolens en zonnepanelen. Maar in 2023 staan we aan de top: we hebben volgens de cijfers van het Internationaal Energieagentschap de meeste zonnepanelen per persoon van alle landen. Hoe is dat mogelijk? Dit is het succes van fiscaal beleid en complementaire regulering. Door de salderingsregel liggen de daken in Nederland vol met zonnepanelen.

Doordat we meer zonne- en windenergie produceren, varieert de elektriciteitsprijs sterk; niet alleen tussen dagen onderling maar ook binnen een dag. De minimum-dagprijs is gemiddeld slechts veertig procent van de maximumdagprijs (figuur 1). Ook zijn er regelmatig uren dat er meer elektriciteit wordt opgewekt dan gebruikt. In 2022 waren er 111 uren waarbij de prijs nul of negatief was – de meeste tussen 12 en 14 uur (figuur 2). Dat is toch opmerkelijk: er was regelmatig gratis energie in het jaar van de energiecrisis!

De komende jaren neemt het aantal uren met gratis elektriciteit snel toe. Dat biedt kansen, bijvoorbeeld als de energievraag kan verschuiven van uren met schaarste naar uren met overvloed. Ook zou het goed zijn als we op grote schaal in energieopslag investeren, zodat energie wordt opgeslagen als deze goedkoop is, en wordt vrijgegeven als de prijs hoog is. Beide kunnen met eenvoudige maatregelen worden bereikt. In dit artikel bespreek ik wat daarvoor nodig is.

Flexibele vraag en opslag organiseren

Er is veel scepsis over de flexibele vraag. Het beeld bestaat dat de elektriciteitsvraag inelastisch is en inflexibel. Mensen hechten aan gemak, en bedrijven aan continuïteit. Maar dat beeld is niet terecht, want de voorwaarden zijn simpelweg nog niet gecreëerd. Wat er nodig is voor een flexibele vraag zijn dynamische prijzen, zodat een flexibel gebruik voordelig is voor huishoudens, en de beschikbaarheid van

de prijsdata voor de software van de huishoudelijke apparatuur, zoals de verwarming, airco en thermostaat. De markt zorgt dan vanzelf voor een flexibele vraag. Er ligt namelijk veel potentieel. Zo kan een modern, goed geïsoleerd huis met een warmtepomp het elektriciteitsgebruik heel goed aanpassen aan de dagelijkse prijscyclus. Een huis met een hybride cv kan ook flexibel de (elektrische) warmtepomp of de gasgestookte ketel inzetten. En airconditioning in de zomer kan ook eenvoudig flexibel worden aan- en uitgezet.

Naast verwarming en koeling vormen bezitters van elektrische auto's een tweede groep die een grote bijdrage kan leveren aan de flexibele vraag. Mensen met een elektrische auto en dynamische energiecontracten weten dat al. Wie op de prijzen let, kan eenvoudig de helft van de laadkosten besparen (figuur 1). De volgende stap is dat ook bij publieke laadpalen de prijzen meebewegen met de markt, maar helaas gebeurt dat nog niet. We verspillen kostbare elektriciteit door de auto na thuiskomst tussen 18:00 en 21:00 uur op te laden bij de dichtstbijzijnde paal, als elektriciteit schaars is – in plaats van op goedkope uren. De huidige markt voor publiek opladen mist een kans om bij te dragen aan het in balans brengen van het net.

Ook energieopslag kan een grote rol vervullen – er zijn veel ideeën. Het kan met batterijen, of met warmte, centraal, of in de wijk, of privé thuis. Net als bij zonnepanelen kunnen huishoudens een centrale rol vervullen. Iedereen die bij wil dragen aan de energietransitie kan thuis een batterij laten installeren, of – in de toekomst – een auto kopen met tweerichtingsladen. De techniek is volop in ontwikkeling, maar in de basis redelijk eenvoudig.

Het aantal laadcycli, de duurzaamheid, het hergebruik en de recycling van batterijen zal de komende jaren flink verbeteren, maar de verkoop van elektrische auto's laat zien dat de techniek nu al voldoende ontwikkeld is voor serieus grootschalig gebruik. Nederland kan koploper worden in batterijopslag, als we de strategie van de zonnepanelen herhalen – maak het voor huishoudens aantrekkelijk om energie op te slaan.

Pas energiebelasting aan en behoud saldering

Welk beleid is er nodig om de huishoudens aan het front te krijgen van de energietransitie?

Aanpassing energiebelasting

Allereerst moet de energiebelasting op elektriciteit worden aangepast. Op dit moment is de energiebelasting een constant bedrag per kilowattuur. Als de prijs op de groothandelsmarkt nul is, betaalt het huishouden 15 cent per kilowattuur aan belasting. Dat is vanuit klimaatogpunt onlogisch; de elektriciteit is op dat moment helemaal groen en het remt de

flexibele vraag. Beter is het de energiebelasting proportioneel te maken aan de prijs, zoals de btw. Dat versterkt het voordeel voor de klant die zijn of haar best doet de vraag aan te passen aan de schaarste. Bij zonnepanelen hebben we gezien dat maatschappelijk nut en de eigen portemonnee een gouden combinatie zijn om huishoudens te verleiden.

Bevorder dynamische prijzen

De tweede maatregel is dat er meer actief moet worden gestuurd op dynamische prijzen. Dat kan door energieleveranciers te verplichten een verzekering aan te bieden die beschermt tegen mogelijk hoge toekomstige prijzen, zodat de contracten aantrekkelijker worden. Ook kan de overheid energieleveranciers verplichten om klanten te informeren over mogelijkheden om de vraag aan te passen aan de prijs, en elk half jaar de klant te informeren over het goedkoopste energiecontract dat past bij het eigen gebruik van het afgelopen jaar. Een verdergaande verplichting zou zijn dat elk huishouden het eigen energieprofiel digitaal ontvangt van zijn energieleverancier, en dat dit anoniem gebruikt kan worden om bij elke andere leverancier de kosten van een alternatief contract te berekenen – slimme meters bieden mogelijkheden die we beter kunnen gebruiken. Energieleveranciers kunnen zich dan nog steeds onderscheiden, bijvoorbeeld door op basis van het profiel een aantrekkelijk aanbod te doen voor thuisbatterijen.

Behoud saldering

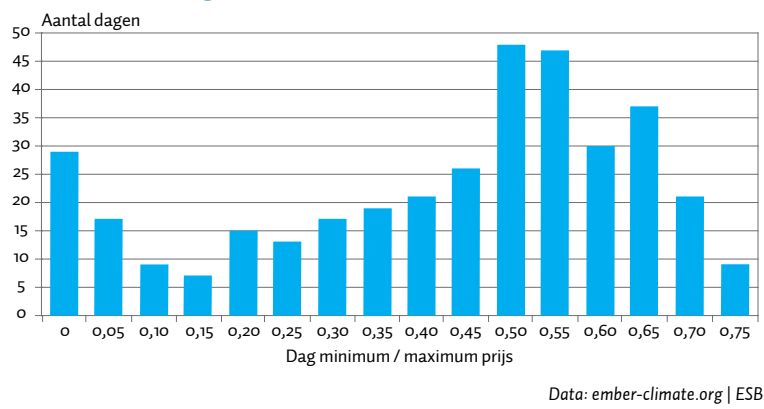
De derde aanpassing van het beleid is eigenlijk géén aanpassing. De saldering moet blijven. Er lijkt grote instemming te zijn bij het recente voorstel van de regering om salderen uit te faseren. Maar de onderliggende redenering berust op een misvatting. Het idee is dat hoge inkomens met zonnepanelen profiteren van hoge terugleverprijzen voor hun zonnestroom, terwijl de groothandelsprijzen laag zijn als de zon schijnt. Het salderen is een verborgen subsidie, zo is de redenering. Maar de oorzaak van de subsidie ligt niet bij het salderen, maar bij de keuze van de energieleveranciers om de prijzen constant te houden binnen een dag. Huishoudens met dynamische prijzen ontvangen geen te hoge prijs voor de zonnestroom, en dus ook geen impliciete subsidie. De oplossing is daarom om over te stappen van constante prijzen op dynamische prijzen, en het salderen te behouden.

Een bijkomend voordeel van salderen is dat het voor energieleveranciers aantrekkelijker wordt om dynamische contracten aan te bieden. Salderen met vaste prijzen geeft hoge kosten voor de energieleverancier als de klant zonnepanelen heeft, omdat de energieleverancier meer moet betalen voor zonnestroom dan de groothandelsprijs op het moment dat de zon schijnt.

Het alternatief – dat we salderen afschaffen, zoals in het voorstel van de regering – vermindert de prikkel voor de energieleverancier om af te stappen van vaste prijzen. Bovendien leidt het afschaffen van salderen tot een inefficiënt gebruik van batterijen: huishoudens gaan een batterij aanschaffen om hun eigen energie op te slaan. Dat is inefficiënt en geeft zelfs een prikkel aan huishoudens en groepen om zich los te koppelen van het netwerk (als opslag voor eigen gebruik de norm is, en in de toekomst seizoenopslag bereikbaar wordt, waarom zou je dan betalen voor een aanslui-

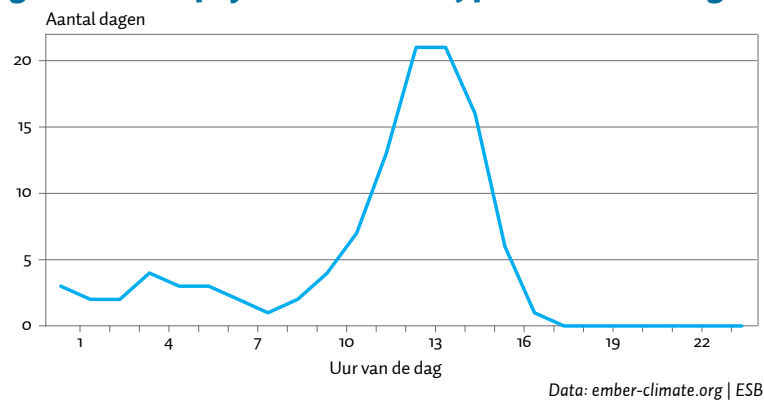
Ratio tussen minimum- en maximumprijs binnen een dag, in 2022

FIGUUR 1



Aantal dagen in 2022 met nul of negatieve groothandelsprijzen elektriciteit, per uur van de dag

FIGUUR 2



ting?). Loskoppelen van het netwerk zou jammer zijn, want het is efficiënt als een huishouden met batterijen ook de zonnestroom van anderen opslaat, en weer teruglevert tussen 18 en 21 uur. Om huishoudens te betrekken bij het in balans brengen van de energie is het netwerk en salderen essentieel.

Pas tariefstructuur energieleveranciers aan

De aanpassing van de energiebelasting, het behouden van de salderingsregeling en de introductie van dynamische energieprijzen zorgen er samen voor dat een flexibele vraag en het investeren in batterijen aantrekkelijker wordt.

Met de huishoudens aan het front van de energietransitie zal de rol van de energieleveranciers veranderen. Nu nog zijn ze de schakel tussen de grote energieproducenten en de consument. In de toekomst zijn ze ook de schakel tussen consumenten en zogenaamde 'prosumenten': consumenten die ook zelf produceren.

Die andere rol van energieleveranciers vergt een aanpassing in de structuur van de energietarieven. Deze moet naar een vaste voet, plus de dynamische groothandelsprijs met opslag en saldering, én een variabel tarief voor gebruik van het net op basis van zowel de gebruikte als geleverde stroom. Zo'n tariefstructuur lijnt de belangen van de energieleverancier uit met die van de huishoudens.

Nederland kan de klimaatdoelstellingen halen, als we het samen doen.

Alleen productiviteit Amsterdam heeft zwaar geleden onder pandemie

In 2020 werd gevreesd dat met name de grote agglomeraties zouden lijden onder de pandemie en de maatregelen ertegen. Recente cijfers van het Centraal Bureau voor de Statistiek tonen echter dat de relatieve productiviteit van vier van de vijf grootste agglomeraties niet of nauwelijks is afgenomen.

JOOP BUUNK

Zelfstandig regionaal-economisch adviseur

Agglomeratievoordelen zijn voordelen die bedrijven en huishoudens hebben als ze in de buurt van andere bedrijven en huishoudens gevestigd zijn (CPB/PBL, 2015; Ponds en Raspe, 2015). Bedrijven kunnen hierdoor productiever zijn of groeien sneller.

Aan het begin van de coronapandemie verwachtten Aalders en Raspe (2020) dat de agglomeratievoordelen zouden afnemen omdat contacten en kennisoverdracht minder mogelijk waren. Ik bracht daartegenin dat de opgebouwde voorraad aan talent en netwerken niet zomaar verdwijnt en dat eventuele nadelige effecten pas op termijn zouden optreden (Buunk, 2020).

Inmiddels heeft het Centraal Bureau voor de Statistiek voldoende gegevens gepubliceerd om de eerste effecten te bepalen. Dat is relevant want de pandemie kan gezien worden als een uniek experiment dat kan helpen om meer inzicht te krijgen in de werking van agglomeratievoordelen.

Als maatstaf voor de agglomeratievoordelen vergelijk ik in dit artikel de regionale productiviteit met het Nederlandse gemiddelde.

Amsterdam hard geraakt

Van de vijf Nederlandse agglomeraties met de meeste inwoners kende Groot-Amsterdam voor de pandemie veruit de grootste productiviteitsvoorsprong ten opzichte van de rest van Nederland (tabel 1). Utrecht en Groot-Rijnmond komen op de tweede en derde plaats.

In 2020 is de gezamenlijke productiviteitsvoorsprong van de vijf regio's met de meeste inwoners licht afgenomen. Dat is echter met name het gevolg van de

productiviteitsdaling in Groot-Amsterdam. De productiviteit in de regio's waartoe Rotterdam en Den Haag behoren, is min of meer gelijk gebleven, terwijl ze in Utrecht en met name in de agglomeratie rond Eindhoven is gestegen ten opzichte van de rest van het land. Ook in 2021 bleef de productiviteitsvoorsprong van de vijf regio's tezamen op peil. De terugval in Groot-Amsterdam was weer de grootste maar nam wel af. De regio's Den Haag en Utrecht moesten nu ook wat inleveren. Al met al lijken de grootste agglomeraties echter slechts beperkt te hebben geleden onder de pandemie.

Zakelijke dienstverlening

De sterke daling van de productiviteit in Groot-Amsterdam in 2020 komt met name op conto van de diensten (tabel 2). In het geval van de horeca en cultuurdiensten lijkt de vraaguitval hiervoor de belangrijkste verklaring. Voor de zakelijke dienstverlening zouden ook de beperkingen in het face-to-face-contact een verklaring kunnen zijn.

De relatieve productiviteit van de zakelijke dienstverlening is ook sterk gedaald in de agglomeraties 's-Gravenhage (-3,9 procent), Leiden en Bollenstreek (-6,2 procent) en Zaanstreek (-1,3 procent). In al deze metropolitane gebieden speelt Schiphol een belangrijke rol. Dat suggereert dat de beperking van de internationale connectiviteit hier een rol speelt. Het is echter lastig te zeggen in hoeverre dit veroorzaakt wordt door vraaguitval, en in hoeverre afnemende kennis-spill-overs en leereffecten – en dus afnemende agglomeratievoordelen – hierbij een rol spelen.

Conclusie

De vijf grootste agglomeraties hebben nauwelijks aan productiviteit ingeleverd, op Amsterdam na. Zuidoost-Noord-Brabant bleek met een vitale nijverheid juist uitstekend bestand tegen de *physical distancing* die de pandemie met zich meebracht en kende juist een (relatieve) productiviteitsgroei.

De agglomeratievoordelen lijken dus op de korte termijn nauwelijks te zijn afgenomen als gevolg van de pandemie. Het productiviteitsvoordeel van veel talent en hoogwaardige activiteiten verdwijnt niet zo snel tijdens een lockdown.

De sterke productiviteitsdaling in Amsterdam en in de zakelijke dienstverlening in de agglomeraties rond Schiphol kan wel deels het gevolg zijn van afgenomen agglomeratievoordelen (Aalders en Raspe, 2020), maar het is onduidelijk hoe groot die rol was ten opzichte van de vraaguitval.

Literatuur

- Aalders, R. en O. Raspe (2020) *Effecten van coronacrisis op regionale economieën*. Themabericht Rabobank, 9 april.
- Buunk, J.B. (2020) *Corona zet agglomeratievoordelen pas op langere termijn echt onder druk*. Artikel op esb.nu, 26 mei.
- CPB/PBL (2015) *De economie van de stad*. CPB-PBL Notitie, 4 maart.
- Ponds, R. en O. Raspe (2015) *Agglomeratievoordelen en de Ruimtelijk-OOEconomische Ontwikkelingsstrategie*. Atlas voor Gemeenten, Position Paper. Te vinden op www.pbl.nl.

Productiviteitsontwikkeling in de vijf grootste regio's TABEL 1

	2019	2020	2021	2020 versus 2019	2021 versus 2019
Groot-Rijnmond	107,5	107,6	110,6	0,2	3,1
Groot-Amsterdam	133,1	128,7	129,6	-4,4	-3,4
Utrecht	108,6	109,8	107,5	1,2	-1,1
Agglomeratie 's-Gravenhage	98,2	98,1	96,1	-0,1	-2,1
Zuidoost-Noord-Brabant	103,5	106,1	105,8	2,6	2,3
Totaal 5 regio's	113,8	113,0	113,0	-0,8	-0,8

Noot: Index (Nederland = 100)

Data: CBS | ESB

Productiviteit Groot-Amsterdam in 2020 per sector TABEL 2

	2019	2020	2020 versus 2019
Nijverheid (geen bouw) en energie	115,3	114,0	-1,3
Handel, vervoer en horeca	125,3	113,5	-11,7
Zakelijke dienstverlening	149,4	140,5	-9,0
Overheid en zorg	108,3	108,0	-0,3
Cultuur, recreatie, overige diensten	121,4	112,9	-8,5
Totaal	133,1	128,7	-4,4

Noot: Index (Nederland = 100)

Data: CBS | ESB

Hein Schreuder (1951–2023)

Een bedrijfseconoom met grote maatschappelijke impact

Op 28 mei is Hein Schreuder onverwacht op 71-jarige leeftijd overleden. Hiermee heeft de economische gemeenschap een man verloren die een onuitwisbare voetafdruk heeft achtergelaten, een man die zowel vanuit het wetenschappelijk debat als vanuit de bedrijfspraktijk concreet gestalte wist te geven aan wat het voor een organisatie betekent om maatschappelijk verantwoord te ageren, en een man die door wie hij als persoon was, velen heeft geïnspireerd.

Hein is actief geweest in tal van verschillende wetenschappelijke en bestuurlijke functies in binnen- en buitenland. Ondanks de breedheid van zijn palet, lijkt de rode draad in die verscheidenheid zijn vermogen te zijn om de verschillende perspectieven te kunnen expliciteren en verbinden. Hein maakte de wereld zo een stukje beter.

Dat begon al met zijn proefschrift dat hij in 1981 verdedigde aan de Vrije Universiteit in Amsterdam (Schreuder, 1981). Daarin bestudeerde hij de rol van de onderneming in de maatschappij, welke verantwoordelijkheid de onderneming heeft, en hoe deze daarover verantwoording kan afleggen. Milton Friedmans gedachtegoed, waarin de verantwoordelijkheid van bedrijven wordt beperkt tot het dienen van de aandeelhouders door binnen de grenzen van de wet de winst te maximaliseren, vierde in die tijd hoogtij. Tegen de stroom in betoogde Hein toen dat bedrijven ook verantwoordelijk waren voor de gevolgen die ondernemingsbeslissingen hadden op buitenstaanders, de externe effecten. Een uitgangspunt waarop hij tien jaar later zou voortbouwen bij zijn overstap van de universiteit naar het bedrijfsleven.

In 1984 werd Hein benoemd tot een van de eerste hoogleraren aan de toen nieuwe Economische Faculteit van de Rijksuniversiteit Limburg. Als hoogleraar Bedrijfseconomie: Strategie en Organisatie voegde hij niet alleen vakgebieden aan zijn expertise toe, maar werd hij ook een van de grondleggers van wat nu de Maastricht University School of Business and Economics (SBE) is.

Heins vermogen tot het verbinden van verschillende perspectieven werd in Maastricht flink op de proef gesteld, want het uitgangspunt bij het bouwen van de nieuwe faculteit was 'eenheid in verscheidenheid' (Muysken en Schreuder, 1985). Niet alleen in het onderzoek, maar ook in het onderwijs, werd er gestreefd naar zo veel mogelijk samenwerking tussen de deeldisciplines van de economie (Douma en Schreuder, 2017). Bovendien kreeg het onderwijs vorm in een probleemgestuurde



setting waarin de interactie tussen theoretische en praktische oriëntatie centraal staat. Samen met zijn collega's heeft hij daarmee de basis gelegd voor de internationale en heterogene school die SBE nu is.

In 1991 stapte Hein over naar het bedrijfsleven, en heeft daar vijftien jaar gefunctioneerd als de 'concernstrateg' van DSM. Toen hij in 2012 in de rol van Executive Vice-President Corporate Strategy & Acquisitions afscheid nam van DSM, had hij een wezenlijke bijdrage geleverd aan de transformatie van het bedrijf van een reus in de basischemie naar een innovatief bedrijf

met een portfolio van activiteiten in de gezondheid, voeding en de bredere biowetenschappen (Jeannet en Schreuder, 2015).

Tijdens de besloten herdenkingsbijeenkomst op zaterdag 3 juni benoemde Dimitri de Vreeze, co-CEO van DSM-Firmenich, in dit verband Heins vermogen om structuren te creëren waarbinnen de polarisatie het leren mogelijk maakt. Een belangrijk onderdeel van een dergelijke structuur is het hebben van een gemeenschappelijke doel, een bezinning op de maatschappelijke bestaansredenen van het bedrijf. Voor Hein was dit het uitgangspunt voor de strategieformulering. Voor bedrijven, maar uiteindelijk ook voor elk individu (Schreuder, 2022).

Na zijn afscheid van DSM bleef Hein actief zijn kennis delen in diverse bestuurlijke functies, zowel als docent en als executive coach. In die portfolio van verschillende activiteiten kwamen veel van zijn kwaliteiten samen: analytisch, empathisch, doordacht, intelligent, verbindend, het hart op de juiste plaats, behulpzaam, een uniek gevoel voor humor – en een onmiskenbare, bulderende lach. We zullen hem missen.

MARIËLLE HEIJLTJES

Decaan en hoogleraar aan de Universiteit Maastricht

Literatuur

Douma, S. en H. Schreuder (2017) *Economic approaches to organizations*, 6e editie. Londen: Pearson Education.

Jeannet, J.-P. en H. Schreuder (2015) *From coal to biotech: The transformation of DSM with business school support*. Heidelberg: Springer.

Muysken, J. en H. Schreuder (1985) *Economische wetenschappen: Eenheid in verscheidenheid?* Assen: Van Gorcum.

Schreuder, H. (2022) *People, planet, profit and purpose: From PhD to DSM Practice ofwel De onderneming in de maatschappij: Een persoonlijke reis van 45 jaar*. Essay te vinden op www.academia.edu.

Schreuder, H. (1981) *Maatschappelijke verantwoordelijkheid en maatschappelijke berichtgeving van ondernemingen*. Leiden: Stenfert Kroese.



Steeds meer statutair Nederlandse topholdings met notering Damrak

Met het vertrek van Shell en Unilever zijn er in het maatschappelijk debat zorgen ontstaan over het Nederlandse vestigingsklimaat voor multinationals. Tegelijkertijd blijft het totale aantal statutair Nederlandse topholdings met een beursnotering aan het Damrak stijgen (figuur).

Buitenlandse multinationals vestigen zich hier door bijvoorbeeld hun topholding aan de Amsterdamse beurs te noteren. Topholdings staan bovenaan de bedrijfsstructuur van een ondernemingsgroep, en oefenen via deelnemingen controle uit over de bedrijfsonderdelen. Deze topholding wordt doorgaans omgezet naar een Nederlandse rechtsvorm.

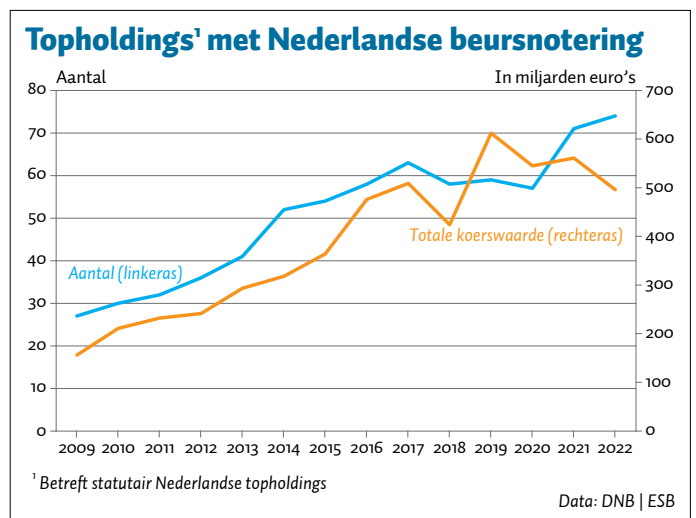
Een beursnotering in Nederland kan om diverse redenen aantrekkelijk zijn. De kapitaalmarkt hier kan dieper zijn, of de juridische ondersteuning voor een beursgang is ruimer aanwezig. Verder bevat het Nederlandse flexibele ondernemingsrecht aantrekkelijke aspecten voor familiebedrijven, zoals de mogelijkheid om sommige aandelen meer stemrecht te geven, waardoor een familie haar bedrijfscontrole kan behouden.

Mede door de komst van buitenlandse partijen is in de afgelopen twaalf jaar het aantal statutair Nederlandse topholdings op de Amsterdamse beurs, bijna verdrievoudigd. Eind 2022 stond de teller op 74 topholdings met een totale beurswaarde van bijna 500 miljard euro. Dat is circa veertig procent van de beurswaarde van alle statutair Nederlandse instellingen.

De koerswaarde kende tot 2021 een vergelijkbare ontwikkeling als de aantallen. De lichte daling erna wordt veroorzaakt doordat Shell vanaf 2021 een in het Verenigd Koninkrijk gevestigd bedrijf werd.

De overheveling van beursnoteringen naar ons land heeft weinig impact

op de 'werkelijke' economie in Nederland (het bbp). Doorgaans wordt alleen de topholding verplaatst. Voor het totale inkomen van Nederland (bni) zijn de verplaatsingen wel van belang, omdat de topholding vaak wordt omgezet naar een Nederlandse rechtsvorm. Daarmee wordt de topholding 'een Nederlandse ingezetene' en tellen de winsten die niet aan aandeelhouders worden uitgekeerd mee bij het Nederlandse bruto nationaal inkomen. Voor grote multinationals kunnen deze ingehouden winsten tot miljarden euro's oplopen. ■ **Eric van Loon** (DNB)



Particuliere investeerders verkopen nu meer woningen dan ze kopen

Vanaf 2013 kwam er jaarlijks een steeds groter deel van de bestaande woningvoorraad in handen van particuliere investeerders, omdat zij meer woningen kochten van eigenaars-bewoners dan dat zij aan hen verkochten. Maar sinds 2021 is die trend gebroken: voor het eerst sinds 2014 voegen investeerders per saldo weer woningen toe aan de koopwoningmarkt.

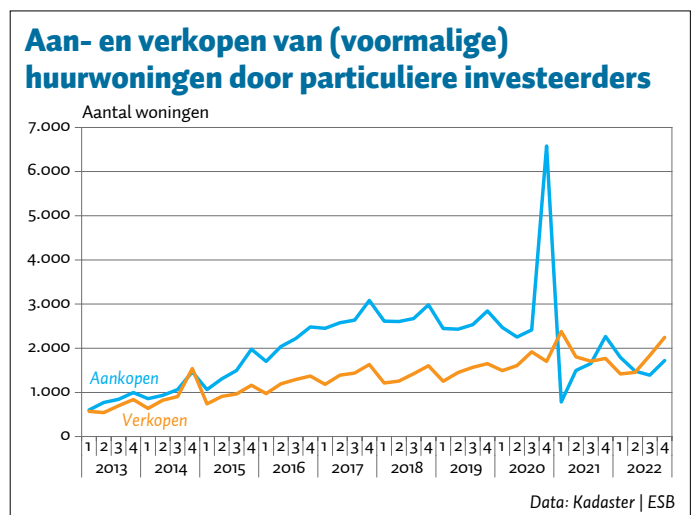
Vanaf het einde van de kredietcrisis in 2013 gingen met name particuliere investeerders meer woningen kopen om te verhuren. Dit resulteerde er jarenlang in dat particuliere investeerders meer woningen onttrokken aan de koopwoningmarkt dan dat zij eraan toevoegden.

De overheid concludeerde dat het groeiende marktaandeel van investeerders ten koste gaat van de kansen voor koopstarters. Daarom zijn er meerdere beleidsmaatregelen ingevoerd: zo betalen investeerders sinds 2021 8 procent overdrachtsbelasting, die per 2023 is verhoogd tot 10,4 procent. Daarnaast konden gemeenten per 2022 een opkoopbescherming invoeren, waardoor ze in sommige wijken tot een bepaald bedrag de opkoop van koopwoningen voor de verhuur kunnen verbieden. Tot slot wil het kabinet per 1 januari 2024 het middensegment van de huurmarkt reguleren, onder andere door het woningwaarderingsstelsel door te trekken tot 187 punten, en door van de handhaving een gemeentetaak te maken.

De wijziging van de overdrachtsbelasting per 2021 is duidelijk in de cijfers terug te zien (figuur). Veel particuliere investeerders haalden hun geplande overdrachten naar voren, en sloegen in de laatste maanden van 2020 alsnog hun slag. Dit zorgde voor een piek in de aankopen van particuliere investeerders in het laatste kwartaal van 2020, en voor een daling van hun

aankopen in het eerste kwartaal van 2021. Sinds 2021 is het aantal aankopen door particuliere investeerders op een lager niveau gestabiliseerd. De verschillende overheidsmaatregelen lijken het beoogde effect te hebben, want particuliere investeerders trekken zich deels terug. Deze resultaten lijken het tot dusver 'anekdotische bewijs' in de media te bevestigen: de particuliere investeerders die woningen verhuren zien hun rendement dalen door beleidswijzigingen, en trekken zich uit de markt terug.

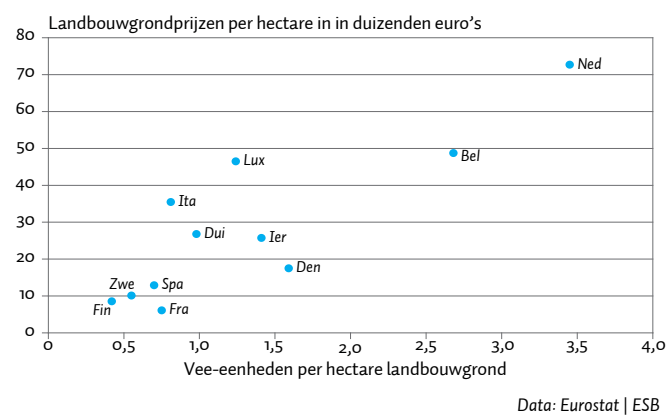
■ **Paul de Vries en Lianne Hans** (Kadaster)



Minder intensief landbouwgrondgebruik kan grondprijzen drukken

Landbouwgrondprijzen in Nederland en België liggen hoger dan in veel andere Europese landen. En in beide landen is de intensiteit van het grondgebruik door veehouders ook groter, zoals afgemeten aan het aantal grootvee-eenheden per hectare – de optelsom van het vee gewogen naar leeftijd en diergroep. Ook als we andere landen in de vergelijking betrekken, lijkt er sprake te zijn van een positieve correlatie tussen intensief grondgebruik door de landbouw en hogere landbouwgrondprijzen (figuur).

Grootvee-eenheden per hectare, en landbouwgrondprijzen in Europese landen



Grondprijzen worden beïnvloed door factoren zoals bevolkingsdichtheid of de rentestand, maar ook de netto-productieopbrengst die met grond gegenereerd kan de prijs ervan bepalen. Zoals David Ricardo ruim tweehonderd jaar geleden al stelde: *“The price of corn is not high because a rent is paid, but a rent is paid because the price of corn is high.”*

De samenhang tussen landbouwgrondprijzen en intensief grondgebruik heeft mogelijk implicaties voor de verduurzaming van de landbouw. Een manier om zich richting een duurzamere landbouw te bewegen is bijvoorbeeld extensivering. Als de theorie van Ricardo opgeld doet, dan leidt minder intensief grondgebruik ertoe dat de waarde van grond daalt (of minder stijgt) omdat er minder mee kan worden verdiend – al kunnen bijvoorbeeld substitutie van grondgebruik naar productievare activiteiten, of dubbelgebruik van de grond door multifunctionele landbouw de grondprijzdaling dempen.

Het voordeel van lagere grondprijzen is dat de (financierings)kosten van extensieve landbouw zullen dalen. De grondprijs is dan – op de lange termijn – niet per se een obstakel voor een extensiever verdienenmodel.

Op de korte termijn zal de overgang naar een extensiever verdienenmodel echter niet zonder pijn geschieden. Veel huidige boeren hebben geïnvesteerd of zijn leningen aangegaan op basis van de oude productieverwachtingen. Dalende grondprijzen nemen een hap uit hun vermogenspositie, terwijl er minder opbrengsten zijn voor het afbetalen van de leningen. De overgang van de korte naar de lange termijn is primair een transitieprobleem; en de middelen uit het Transitiefonds kunnen die transitie verzachten. ■ **Sophie Wellen, Jasper de Jong en Toep van Dijk** (MinFin)

Nederlands bankbedrijf profiteert van gestegen rente

De winstgevendheid van de Nederlandse banken wordt in belangrijke mate bepaald door de netto rente-inkomsten – het verschil tussen de ontvangsten en betaalde rente. Na een dalende trend van de netto rente-inkomsten in de afgelopen twee coronajaren is er in 2022 een duidelijk kantelpunt. De netto rente-inkomsten van het Nederlands bankbedrijf bedroegen in 2022 bijna 34 miljard euro, ruim 2,1 miljard euro meer dan een jaar eerder.

De rente-inkomsten zijn met 16,6 miljard gestegen zijn. De Europese Centrale Bank (ECB) heeft sinds medio 2022 de beleidsrente met 3,75 procentpunt verhoogd, waardoor ook de markrentes zijn gestegen. Dit heeft geleid tot hogere bancaire rente-inkomsten, zowel uit leningen

doorberekend aan klanten, als via geld aangehouden door banken op de depositofaciliteit van de ECB.

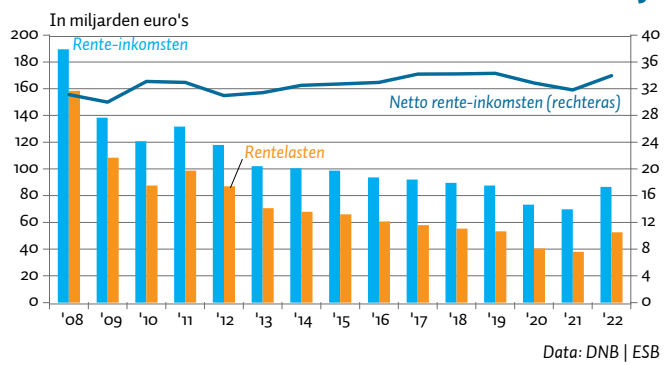
De rentelasten zijn weliswaar ook gestegen door de wat verhoogde rentetarieven op spaargeld, en door een verhoging van de rentetarieven van het ECB-kredietstimuleringsprogramma TLTRO. Deze stijging blijft met 14,5 miljard echter achter bij de stijging van de-inkomsten.

Naast de netto rente-inkomsten zijn ook netto provisie-inkomsten – het verschil tussen de ontvangsten vergoedingen en de kosten voor het leveren van bancaire diensten – een belangrijk onderdeel van de winst (niet in de figuur). Deze bancaire inkomsten zijn niet eerder zo hoog geweest. In 2022 behaalden de banken gezamenlijk 11 miljard euro aan netto provisie-inkomsten: een toename van 0,7 miljard euro ten opzichte van het jaar ervoor. Deze stijging was vooral het gevolg van de hogere tarieven voor betaalproducten en de hogere transactievolumes.

Ondanks de stijging van netto rente-inkomsten en netto provisie-inkomsten, is de nettowinst van het Nederlands bankbedrijf in 2022 gedaald tot bijna 13 miljard euro – 800 miljoen euro lager dan het jaar ervoor. De daling van de nettowinst werd deels veroorzaakt door een stijging van de bijzondere waardeverminderingen (*impairments*). Deze voorzieningen voor potentiële kredietverliezen waren in het eerste coronajaar 2020 erg hoog, maar werden in 2021 nagenoeg geheel vrijgegeven en afgebouwd tot praktisch nul in 2021. In 2022 stegen de impairments echter tot ruim 2,7 miljard euro, vanwege de verslechterde macro-economische vooruitzichten gedurende het jaar.

■ **Begüm Aslan en Pieter Stam** (DNB)

Netto rente-inkomsten Nederlands bankbedrijf



‘Wetenschap en beleid zitten in hun eigen “silo”

Vijftien jaar geleden publiceerde *Me Judice*, een discussieplatform voor economen, zijn eerste artikel. Reden voor een gesprek met Kees Koedijk en Adriaen Luijks, beide betrokken bij het platform.

Hoe is *Me Judice* vijftien jaar geleden ontstaan?

Koedijk: “De kredietcrisis deed de wereld schudden. In die tijd zaten Harry van Dalen en ik bij de toenmalige raad voor economische adviseurs, die advies gaf aan de Tweede Kamer. Bij de vormgeving van deze adviezen moest alles begrijpelijk uitgelegd worden in maximaal acht à tien kantjes. Hier ervoeren wij dat met korte en begrijpelijke stukken het economisch debat konden worden aangejaagd. Vervolgens kwam ik Tito Boeri tegen die *Lavoce* had opgericht. *Lavoce* was een coöperatie van leidende economen in Italië die het debat wilde stimuleren met een vrij toegankelijk platform. Als dat in Italië mogelijk is, dan kunnen wij het ook, dachten we.”

Waar zijn jullie het meest trots op?

Koedijk: “*Me Judice* wordt erkend als een toevoeging aan het economisch debat. We hebben veel geluiden, en bereiken uiteenlopende mensen. Het mooiste vind ik de video van socioloog Abram de Swaan, waarin hij zijn reflectie deelt aangaande de financiële crisis. Hij kijkt hierin als socioloog naar economen, en plaatst de gedachtegang in een historisch perspectief. Economen kwamen zo in aanraking met een sociologisch perspectief op de financiële crisis.”

Hoe spreek je het eigenlijk uit?

Koedijk: “*Mee judies*. Dit is Latijn voor ‘naar mijn mening’. Intern gebruiken wij kortweg MJ. Vijftien jaar geleden hadden alle initiatieven in



KEES KOEDIJK

Oprichter *Me Judice*

ADRIAEN LUIJKS

Eindredacteur *Me Judice*

Europa aanvankelijk een Latijns georiënteerde naam, zoals *Lavoce* of *Vox*. Daarom zijn wij als grap begonnen met *Me Judice*.”

Hebben jullie het economisch debat zien veranderen?

Koedijk: “Tijdens de financiële crisis ging het over de kwetsbaarheid van banken. Nu gaat het meer over de rol van de overheid en de klimaat-

crisis. Verder zie je dat de economiebeoefening vroeger erg ‘monomaan’ was, terwijl het economisch debat zich nu aan het verbreden is. ‘Als de prijs voor het goed juist is, wordt het beleidsdoel wel gehaald’, was vroeger de gedachtegang. Nu wordt het normatieve aspect meer meegenomen.”

Luijks: “De wereld is veranderd. Mensen oordelen sneller en gepolariseerder. Als ik een links georiënteerd artikel deel, word ik online al snel uitgemaakt voor activist. Aan de andere kant word ik, bij een rechts georiënteerd artikel dat ik deel, verweten extreemrechts te zijn. Mensen zien een titel en oordelen direct.”

Waar valt er winst te behalen in het huidige economische debat?

Koedijk: “Ik ben een voorstander van meer verwevenheid tussen wetenschap en beleid. Tot een jaar of tien geleden kwam het voor dat hoogleraren economie directeur werden op een ministerie, om vervolgens terug te keren naar de wetenschap. Nu zitten wetenschappers en beleidsmakers in hun eigen ‘silo’, terwijl daarvoor de uitdagingen van nu te groot zijn. De wetenschap en het beleid moeten meer verweven raken, omdat de wereld beleid met impact nodig heeft.

Daarnaast zijn er andere vakgebieden, zoals sociologie en psychologie, voor economen van belang. De klimaatcrisis kan niet worden opgelost met enkel beprijzen. Normatieve handvatten zouden economen bijvoorbeeld in de sociologie en psychologie kunnen vinden.”

RIK LEIJSEN

Redactied medewerker

Colofon



Economisch Statistische Berichten (ESB) is het vakblad van De Koninklijke Vereniging voor de Staatshouderkunde. 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. ESB is een uitgave van Stichting ESB. De Koninklijke Vereniging voor de Staatshouderkunde is houder van de merknaam ESB

Organisatie

Hoofredactie: Jasper Lukkezen, Robert Kleinknecht
Redactie: Maartje Schulz, Ron Stoop, Thijs Buschots en Elisa de Weerd
Redactied medewerkers:
Rik Leijsen, Koenraad Schreuder
Tekstredactie: De Twee Hanen v.o.f.
Vormgeving: Jacques van Schie
Bestuur Stichting ESB: Henriëtte Prast, Daniël van Vuuren, Yrla van de Ven en Mathijs Bouman
Commissie van redactie wordt opnieuw geformeerd onder voorzitterschap van Arjen van Witteloostuijn

Afbeeldingen

Roger Klaassen; iStock / jacoblund, zhongguo, Shaiith, ewg3D, polybutmono, ridvan.celik en coldsnowstorm

Publiceren

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

Abonneren

U kunt een abonnement online afsluiten op www.esb.nu/word-lid

Contact

Redactie: 020 592 87 77; redactie@esb.nu
Klantenservice: lid@esb.nu
Adverteren: Thomas Timmermans, 020 592 8636
thomas.timmermans@fdmediagroep.nl
Postadres: Postbus 216, 1000 AE Amsterdam
Bezoek: Prins Bernhardplein 173, 1097 BL Amsterdam
Webadres: www.esb.nu
ISSN: 0013-0583

Verschijningsdata ESB:

20 jul., 24 aug., 28 sep., 26 okt., 23 nov., 21 dec.

*impact*Investor

Set your SDGs in motion

With independent news and analysis about impact investing and sustainable finance.



Key facts, compelling stories and fresh insights. With a focus on European investors and the impact they create globally.



[impact-investor.com](https://www.impact-investor.com)

Sign up for our free newsletter now.



Meer dan 12.500 economen
ontvangen onze wekelijkse nieuwsbrief
www.esb.nu/aanmelden