ESB
SINDS 1916

ECONOMISCH STATISTISCHE BERICHTEN

IN SAMENWERKING MET DE KONINKLIJKE VERENIGING VOOR DE STAATHUISHOUDKUNDE KVS

PRIJS LOSSE VERKOOP 14,95 EURO

NUMMER 4812 – 25 AUGUSTUS 2022 – JAARGANG 107

Stabiliteit eurozone

ANDRÉ KOLODZIEJAK, BRAM GOOTJES, JAKOB DE HAAN, LÉVI KUIPER, CHRISTIAAN VAN DER KWAAK, ENRICO PEROTTI, OSCAR SOONS, WIM BOONSTRA, BAS VAN GEFFEN, NIELS VAN KEMENADE, FONS VAN OVERBEEK, OLAF SLEIJPEN, TON NIJHUIS, CEES ULLERSMA EN JENS VAN 'T KLOOSTER

DAARNAAST BIJDRAGEN VAN

GUIDO ERREYGERS, ROSELINDE KESSELS, WIEMER SALVERDA, VEERLE ROOK, TOM LOONEN, VIKTOR GEERTS, RONALD JANSSEN, PHILIP FLIERS, ABE DE JONG EN BERT KRAMER

Energeia

ENERGY TOUR

Vier middagen, vier bijzondere locaties, vier relevante thema's voor iedereen die zakelijk met energie en de energietransitie bezig is.

Prangende kwesties van dit moment worden vakkundig uitgediept door topsprekers, visionairs en beslissers uit de energiewereld.

Registreer via **energeia.nl/energytour**. Op locatie of online only. De keuze is aan u!

ENERGEIA.NL/ ENERGYTOUR

OF SCAN DE CODE

19 SEP **De Gasdag.** De gasmarkt bevindt zich in een ongekende geopolitieke perfect storm. Hoe gaan Nederland en Europa komende winter in? Wat gebeurt er op langere termijn om de leveringszekerheid te blijven waarborgen? Blijft de Russische gaskraan open?

26 SEP Een dag over **Warmte & Besparing.** Met de torenhoge energieprijzen lijkt besparing eindelijk serieus te worden genomen. Ondertussen staan de gemeentelijke warmtevisies op papier, maar hoe worden die in praktijk gebracht?

3 OKT **Elektriciteit.** Het recente streven naar energieonafhankelijkheid vraagt om nog verdere opschaling en versnelling van hernieuwbare-elektriciteitsproductie, maar hoe krijgt dat vorm en welke obstakels en flessenhalzen zijn er, bijvoorbeeld op het gebied van leveringszekerheid of congestie?

10 OKT **Het Energiesysteem.** Op deze afsluitende dag kijken we hoe het Nederlandse energiesysteem voorbij de grenzen van de energiedrager klaargemaakt kan worden voor de toekomst.

SAVE THE DATE

DE NEDERLANDSE ECONOMENDAG

4 NOVEMBER 2022, DEN HAAG

WWW.ECONDAG.NL

KVS · DeNederlandscheBank · SEO · Universiteit Leiden · Ministerie van Economische Zaken en Klimaat · Planbureau voor de Leefomgeving · Ministerie van Financiën · Centraal Planbureau · Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid

Inhoud

Actueel 338

Uitgelicht 340

Stabiliteit eurozone

Inleiding: Riskant om voor stabiele euro te blijven vertrouwen op centrale bank
ROBERT KLEINKNECHT 342

Forse renteverhoging in de eurozone is onverstandig
ANDRÉ KOLODZIEJAK 344

Drukken van rentespreads is pover alternatief voor goede begrotingsregels
BRAM GOOTJES EN JAKOB DE HAAN 347

De eurozone werkt slechter dan de dollarzone door de Noord-Zuid-verschillen
LÉVI KUIPER EN CHRISTIAAN VAN DER KWAAK 350

Structurele verschillen tussen lidstaten vereisen meer gezamenlijk beleid
ENRICO PEROTTI EN OSCAR SOONS 354

Monetaire normalisering biedt kans om eurozone substantieel te versterken
WIM BOONSTRA EN BAS VAN GEFFEN 356

Pas gematigd monetarisme toe in de eurozone
NIELS VAN KEMENADE, FONS VAN OVERBEEK EN OLAF SLEIJPEN 360

Oekraïnecrisis verbetert het toekomstperspectief van de euro
TON NIJHUIS EN CEES ULLERSMA 362

Column: Bestrijd inflatie via prijsplafond en winstmeevallerbelasting
JENS VAN 'T KLOOSTER 365

De coronacrisis heeft vooral de gezondheid van vrouwen aangetast
GUIDO ERREYGERS EN ROSELINDE KESSELS 367

Aantal verdieners in huishouden bepaalt inkomens- én arbeidsmarktpositie
WIEMER SALVERDA EN VEERLE ROOK 370

Grote verschillen in risico's tussen Europese banken voor particuliere belegger
TOM LOONEN, VIKTOR GEERTS EN RONALD JANSSEN 374

Belasten van winst kan leiden tot verstorende prikkels, leert invoering vpb
PHILIP FLIERS, ABE DE JONG EN BERT KRAMER 378

Statistiek 382

Ceteris paribus 384

Actueel

Zie www.esb.nu/actueel voor meer informatie en actuele agenda. Organiseert u een publieksbijeenkomst voor economen? Laat het ons weten via redactie@esb.nu.

Augustus

31

31 **Pakuis de Zwijger** – *Boekpresentatie: Van armoede.* O.a. Marjolein Moorman (Gemeente Amsterdam)

September

7

7 **SER webinar** – *Internationaal maatschappelijk verantwoord ondernemen in de hernieuwbare energie sector.* O.a. Alexandra van Selm (SER)

Pakhuis de Zwijger – *Leren boven presteren.* O.a. Berend van der Kolk (VU)

8

8 **Studium Generale** – *NFT: solid investment or crazy hype?* O.a. Inte Gloerich (UU)
Pakhuis de Zwijger – *Maak plaats voor de werkplaats.* O.a. Marleen Dijkhof (Schoenmakerette)

9

9 **Tinbergen seminar** – *Morals as luxury goods and political polarization.* Benjamin Enke (Harvard University)

FOCUS OP CIJFERS

Meten is weten, zo ook in het onderwijs. Maar is goede cijfers halen hetzelfde als veel leren? Berend van der Kolk (VU) vindt van niet en stelt dat de focus op cijfers in het Nederlandse onderwijssysteem te ver gaat. De ranglijsten en rapporten worden opgesteld op basis van relatief makkelijk meetbare vaardigheden zoals reken- en schrijfvaardigheid. Hierdoor worden andere belangrijke, moeilijker meetbare factoren zoals sociale vaardigheden ondergewaardeerd. In deze sessie worden deze en andere nadelen van de "meetobsessie" in het onderwijs besproken evenals welke stappen ondernomen kunnen worden om de situatie te verbeteren.

Promoties

Erasmus Universiteit Rotterdam

Jochem Oorschot – *Extremes in statistics and econometrics.* 1 september

Universiteit Utrecht

Peter Douwe van der Meer – *Job insecurity and mental health: essays on the effect of job insecurity on mental health and the moderating effect of religiousness and psychological factors.* 29 augustus

Tilburg University

Lingjie Shen – *Essays on behavioural finance and corporate finance.* 30 augustus

Rafael Greminger – *Essays on consumer search.* 30 augustus

Steffie van den Bosch – *Business at risk: the governance and disclosure of sustainability risks*

Suraj Upadhyay – *Essays on health economics.* 9 september

ESB wordt een open access platform voor economie

Beste lezer,

De komende jaren zal *ESB* uitgroeien van vakblad voor economen tot een openbaar toegankelijk platform voor economie. In deze brief vertellen we u over deze plannen.

De plannen

ESB stimuleert het economisch debat in Nederland door relevante inzichten in de economie en argumenten voor economisch beleid te publiceren. Om het potentiële bereik van deze bijdrages te vergroten, zal *ESB* zijn website (www.esb.nu) vrij toegankelijk gaan maken.

De kwaliteit en relevantie van de bijdragen willen we verhogen door, via *ESB* als een platform voor economie, de interactie en discussie tussen wetenschappers, beleidsmakers en in beleid geïnteresseerde economen te stimuleren. Samen met de economenvereniging KVS betrekken we hiermee ook de volgende generatie economen bij het debat.

ESB als publiek goed

In het nieuwe model wordt ESB een publiek goed, dat niet langer wordt bekostigd door abonnees maar wordt gefinancierd door begunstigers. Partijen die het Nederlandse economische debat een warm hart toedragen, hebben daarom besloten langjarig te investeren in het platform voor economie van ESB. De Nederlandse economiefaculteiten, de Rijksoverheid, De Nederlandsche Bank, VNO-NCW en MKB Nederland, de FNV, de Sociaal-Economische Raad, de Nederlandse bankensector, de Autoriteit Financiële Markten, en de FD Mediagroep, onze huidige uitgever, hebben al steun toegezegd aan ESB.

Voortaan wordt ESB uitgegeven door een onafhankelijke stichting. De redactie blijft bij de FD Mediagroep in huis, en behoudt zo de vruchtbare redactionele samenwerking met de andere labels van de Mediagroep.

Dit najaar

Dit najaar wordt de *ESB*-website voor iedereen vrij toegankelijk, zonder betaalmuur, en verdwijnt het digitale abonnement. Voor hen die het magazine op papier willen blijven ontvangen, maken we het abonnement goedkoper. De band met de KVS intensiveren we, en het KVS-lidmaatschap, dat we nu samen met *ESB* wordt aangeboden, blijft in stand. Besluitvorming over de vorm waarop en de voorwaarden waaronder, zal plaatsvinden tijdens een ledenvergadering van de KVS in september.

Voorlopig hoeft u niets te doen; uw abonnement loopt de komende maanden gewoon door. Als het platform voor economie draait en uw abonnement verandert, ontvangt u een creditfactuur voor eventueel te veel betaald abonnementsgeld. Zodra bekend is wat de nieuwe lidmaatschapstarieven en abonnementsvoorwaarden zijn, ontvangt u persoonlijk bericht.

Verandering redactie

Het platform voor economie vormt een flinke investering in de toegankelijkheid en kwaliteit van het economisch debat in Nederland en dat vraagt veel van de redactie. We zijn daarom heel blij dat Robert Kleinknecht daarbij een leidende rol wil gaan vervullen. Robert is al vijf jaar als vak- en eindredacteur werkzaam bij *ESB*, en is onlangs naast Jasper Lukkezen benoemd als hoofdredacteur. Wij feliciteren hem van harte met deze mooie stap.

Heeft u vragen, kijk dan op esb.nu/transitie of neem contact met me op via Lukkezen@economie.nl.

DR. JASPER LUKKEZEN
Hoofdredacteur ESB

MARISKA VAN DER WESTEN
Uitgever ESB

Uitgelicht

Bang voor automatisering

Mensen met een baan die geautomatiseerd zou kunnen worden, hebben 25 procent vaker mentale problemen dan mensen die dat risico niet lopen. Tot deze conclusie komen Blasco et al. op basis van Franse enquêtedata. Het risico op baanverlies na automatisering veroorzaakt angst en stress, waardoor de kans op mentale problemen toeneemt. Zo vormt technologische ontwikkeling niet alleen een inkomensrisico voor bepaalde werknemers, maar kan het ook hun gezondheid verslechteren.

Blasco, S., J. Rochut en B. Rouland (2022) *Displaced or depressed? The effect of working in automatable jobs on mental health*. IZA Discussion Paper, 15434.

Spijbelen voorkomen

Streng beleid om spijbelen te voorkomen heeft maar zeer beperkte positieve effecten op de toetscijfers. Dat blijkt uit onderzoek van Baker et al., die daarvoor de invoering van dergelijk beleid onderzochten op middelbare scholen in Noorwegen in 2016. Het beleid bestrafte een meer dan tien procent afwezigheid bij een vak, in een jaar waarin er geen cijfer voor dat vak verkregen werd. De invoering van dit beleid zorgde wel voor een aanzienlijke vermindering van de afwezigheid tot wel dertig procent, maar de effecten op zowel de school- als de eindexamencijfers waren marginaal. Andere mogelijke positieve effecten van meer aanwezigheid, zoals een toegenomen discipline of een betere werkhouding, zijn niet gemeten.

Baker, M., N. Drange en H.M. Gjefsen (2022) *An evaluation of a national program to reduce student absenteeism in high school*. NBER Working Paper, 30194.

Kleiner is fijner

Hoe kleiner een bedrijf, hoe hoger de werktevredenheid onder de werknemers. Tansel toont deze correlatie aan met enquêtedata van werkgevers en werknemers in het Verenigd Koninkrijk. In bedrijven met 10 tot 25 werknemers is veertien procent erg tevreden over hun autonomie, terwijl dat in bedrijven met vijfhonderd of meer werknemers slechts tien procent is. Het verschil in werktevredenheid tussen grote en kleine bedrijven is veelal onafhankelijk van factoren als flexibiliteit qua werkuren en taken, ouderschapsverlof en makkelijk thuis kunnen werken. Mogelijk kunnen niet-geobserveerde factoren, zoals bedrijfscultuur, het verschil verder verklaren.

Tansel, A. (2022) *Job satisfaction, structure of working environment and firm size*. IZA Discussion Paper, 15397.

Bedenktijd abortus

In 2015 verhoogde de staat Arkansas de verplichte bedenktijd voor een abortus van 24 naar 48 uur, en werd het verplicht om een abortus bij een fysieke balie aan te vragen. Met een *regression discontinuity design* op censusdata laten Altindağ en Joyce zien dat deze verandering leidde tot zeventien procent minder abortussen. Vooral onder ongetrouwde volwassenen die al een kind hebben is de vermindering groot.

Altindağ, O. en T.J. Joyce (2022) *Another day, another visit: impact of Arkansas's mandatory waiting period for women seeking an abortion by demographic groups*. NBER Working Paper, 30248.

Alcohol in j

De woonomgeving verklaart twee derde van iemands alcoholconsumptie. Dat blijkt uit onderzoek van Hinnosaar en Liu, die keken naar veranderingen in alcoholconsumptie van Amerikanen die naar een andere staat verhuisden. Zij vonden dat niet de persoonlijke eigenschappen, zoals leeftijd of geslacht, maar de omgevingseigenschappen een groot

Erfelijk huiseigenaarschap

In de Verenigde Staten is huiseigenaarschap deels erfelijk. Dat concluderen Benetton et al. in een studie naar overwaarde. Zij vinden dat kinderen van wie de ouders overwaarde opnemen als lening, zestig procent meer kans hebben om zelf huiseigenaar te worden, dan kinderen van wie de ouders dit niet doen. De auteurs tonen aan dat de kans groot is dat deze overwaarde als

e omgeving

deel verklaren van de stijging of daling in alcoholconsumptie na een verhuizing. Dat de omgeving, waarmee de auteurs ook de wet- en regelgeving voor alcohol in een staat bedoelen, zo'n groot effect heeft, onderstreept het belang van een effectief alcoholbeleid.

Hinnosaar, M. en E.M. Liu (2022) *Malleability of alcohol consumption: evidence from migrants*. NBER Working Paper, 30245.

financiering voor het huis van de kinderen zal worden gebruikt, hetgeen daardoor tot 'erfelijk huiseigenaarschap' leidt. Door dit erfelijke huiseigenaarschap stijgt de vermogensongelijkheid onder adolescenten met wel twintig procent.

Benetton, M., M. Kudlyak en J. Mondragon (2022) *Dynastic home equity*. IZA Discussion Paper, 15429.

Mening over migranten

Hoe groter het percentage niet-Europese immigranten, hoe groter ook het percentage van de autochtone bevolking dat gelooft dat de kosten van sociale voorzieningen en criminaliteit door de migranten oplopen. De meningen over een positief of negatief effect van migranten op de cultuur en de arbeidsmarkt zijn echter onafhankelijk van het percentage immigranten. Tot deze conclusie komen Barrera et al. op basis van de Eurobarometerdata uit 2017. Een hoger percentage tweedegeneratie-immigranten verslechtert het beeld van immigranten niet, en lijkt dit zelfs in sommige landen te verbeteren.

Barrera, O., I. Bensidoun en A. Edo (2022) *Second-generation immigrants and native attitudes toward immigrants in Europe*. IZA Discussion Paper, 15393.

Duurzame inzetbaarheid

In 2020 namen Nederlanders minder deel aan om- en bijscholing, en zochten ze bij dreigend baanverlies minder actief naar werk dan in 2018. Tot deze conclusie komen Pouwels en Josten op basis van enquêtedata. De afname in scholing en het zoeken naar werk kan mensen kwetsbaarder maken voor baanverlies vanwege technologische veranderingen. Het is mogelijk dat de afname van deelname aan cursussen en het actief zoeken naar werk een gevolg zijn van de coronacrisis. In dat geval zou deze afname van korte duur kunnen zijn, en vallen de gevolgen mee.

B. Pouwels en E. Josten (red.) (2022) *Arbeidsmarkt in kaart: wel- en niet-werkenden – editie 3*. SCP Publicatie, 6 juli.

Steun voor klimaatbeleid

Steun voor klimaatbeleid is afhankelijk van drie percepties wat betreft de werking van het beleid. Dat concluderen Dechezleprêtre et al. op basis van een enquête onder 40.000 respondenten in twintig landen. Deze drie percepties zijn de effectiviteit van het beleid om een emissiereductie te bewerkstelligen, de mate van proportionaliteit (worden lage inkomens niet onevenredig hard geraakt?), en de impact op de eigen situatie (word ik zelf niet te hard geraakt?). De auteurs laten zien dat informatievoorziening gericht op deze percepties de steun voor klimaatbeleid aanzienlijk kan verhogen.

Dechezleprêtre, A., A. Fabre, T. Kruse et al. (2022) *Fighting climate change: international attitudes toward climate policies*. NBER Working Paper, 30265.

Moeder werkt minder

Door de verhoging van de pensioenleeftijd in Nederland hebben oma's minder tijd om hun kleinkinderen op te vangen. Hun dochters – vrouwen met jonge kinderen – lossen dat op door zelf minder te gaan werken. Dit tonen Kaufmann et al. aan op basis van een *fuzzy regression discontinuity design*. Concreet blijkt dat wanneer oma een uur langer werkt, haar dochter met jonge kinderen een half uur minder gaat werken. Voor dochters met kinderen ouder dan zeven jaar, of zonder kinderen, wordt een dergelijk effect niet gevonden. De verhoging van de pensioenleeftijd heeft dus netto minder arbeidsuren opgeleverd dan sec de toename in arbeidsuren van ouderen.

Kaufmann, K.M., Y. Özdemir en H. Ye (2022) *Spillover effects of old-age pension across generations: family labor supply and child outcomes*. IZA Discussion Paper, 15388.

Riskant om voor blijven vertrouwen

"The ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro" (Draghi, 2012). Met deze woorden wist de president van de Europese Centrale Bank tien jaar geleden de eurocrisis min of meer te bezweren. De financiële markten zagen het als signaal dat de centrale bank desnoods staatsobligaties zou opkopen om de rente erop te drukken. Dat nam de angst weg dat lidstaten noodgedwongen de muntunie zouden verlaten omdat ze niet meer aan hun schuldverplichtingen konden voldoen (Van der Kwaak, 2018). De ECB deed zo wat de lidstaten zelf niet lukte – hun diverse reddingspakketten waren immers telkens onvoldoende gebleken om de financiële markten gerust te stellen.

Het zou niet de laatste keer zijn dat de centrale bank de eurozone te hulp schoot. In het gevecht tegen de stagnatie binnen de eurozone kocht de centrale bank vanaf 2015 daadwerkelijk staatsobligaties op in de hoop om via lagere rentes de economische groei aan te jagen en de inflatie te verhogen. Eind 2018 was dit opkoopprogramma gegroeid tot een kwart van het bruto binnenlands product van de eurozone (Eser et al., 2019).

Forse renteverhoging in de eurozone is onverstandig
ANDRÉ KOLODZIEJAK 344

Drukken van rentespreads is pover alternatief voor goede begrotingsregels
BRAM GOOTJES EN JAKOB DE HAAN 347

De eurozone werkt slechter dan de dollarzone door de Noord-Zuid-verschillen
LÉVI KUIPER EN CHRISTIAAN VAN DER KWAAK 350

Structurele verschillen tussen lidstaten vereisen meer gezamenlijk beleid
ENRICO PEROTTI EN OSCAR SOONS 354

Monetaire normalisering biedt kans om eurozone substantieel te versterken
WIM BOONSTRA EN BAS VAN GEFFEN 356

Pas gematigd monetarisme toe in de eurozone
NIELS VAN KEMENADE, FONS VAN OVERBEEK EN OLAF SLEIJPEN 360

Oekraïnecrisis verbetert het toekomstperspectief van de euro
TON NIJHUIS EN CEES ULLERSMA 362

Column: Bestrijd inflatie via prijsplafond en winstmeevallerbelasting
JENS VAN 'T KLOOSTER 365

En de ECB was wederom de reddende engel toen aan het begin van de coronacrisis de kortlopende rente snel opliep, nadat de geldmarktfondsen zich – vanwege de sterk toegenomen vraag naar contant geld – massaal terugtrokken uit de markt voor kortlopende schulden (Bats et al., 2020). De centrale bank kocht grootscheeps kortlopende schulden van bedrijven op, zodat de liquiditeit toenam en de rente weer daalde. Zo smoorde de ECB ook de kans op een nieuwe staatsschuldencrisis in de kiem – het schuldenniveau van sommige lidstaten was immers onverminderd hoog (Lorié en Smid, 2020).

Dat de ECB de rente snel weer wist te drukken, was maar goed ook, want intussen vochten de lidstaten elkaar alweer de tent uit over de financiering van de coronacrisis zelf.

Leunen op centrale bank niet zonder risico

Zo heeft de centrale bank de afgelopen jaren dus een belangrijke rol gespeeld in het overeind houden van de Europese muntunie. Niels van Kemenade, Fons van Overbeek en Olaf Sleijpen bekritiseren dit 'excessieve' beroep op het monetaire beleid. Ze pleiten voor een evenwichtiger beleidsmix, waarin er bij de macroeconomische stabilisatie ook oog is voor de rol die het begrotingsbeleid en de lonen kunnen spelen.

Het blijven leunen op de centrale bank voor de stabiliteit in de eurozone is bovendien risicovol omdat de inflatie sterk is gestegen. Dat beperkt de speelruimte van de centrale bank aanzienlijk.

Botsende belangen centrale bank

De ECB staat nu voor meerdere uitdagingen die met elkaar op gespannen voet staan. Ten eerste, de vraag hoe om te gaan met het expansieve monetaire beleid dat de bank gevoerd heeft. Om geen extra olie op het inflatievuur te gooien, heeft de bank per 1 juli het opkoopprogramma stopgezet.

De vervolgvraag is wat de ECB moet doen met de staatsobligaties op haar balans. Vanwege de inflatie ligt het voor de hand om de liquiditeit van banken te verminderen. Dat kan via verkoop van de obligaties, maar daarmee riskeert de centrale bank overheden in de problemen te brengen aangezien dit de renteverplichtingen

stabiele euro te op centrale bank

zal doen oplopen. Wim Boonstra en Bas van Geffen stellen in deze *ESB* een alternatieve oplossing voor: houd de obligaties op de balans, en verklein de liquiditeit door banken te verplichten om hun reserves vast te leggen in langere deposito's die als ECB-effecten worden uitgegeven. Dit heeft als bijkomend gevolg dat er een gezamenlijk Europees schuldpapier ontstaat dat onder meer de geldmarkt kan verstevigen.

Ten tweede is er de vraag in hoeverre de rente verhoogd moet worden om de inflatie te kunnen bestrijden. Op 21 juli heeft de ECB voor het eerst in ruim tien jaar een renteverhoging doorgevoerd, en voor september is er nog een stap aangekondigd. In deze *ESB* waarschuwt André Kolodziejak echter voor een verdere verhoging, zoals het Internationaal Monetair Fonds die aanbeveelt. Jens van 't Klooster draagt twee alternatieve instrumenten aan die overheden kunnen inzetten om de huidige inflatie te beperken.

En, tot slot, is er de vraag hoe om te gaan met de sinds de stopzetting van het opkoopprogramma oplopende renteverschillen in de eurozone. De bank heeft daartoe het Transmission Protection Instrument aangekondigd, dat obligaties moet gaan opkopen in landen waarvan de financieringscondities verslechteren door een 'ongerechtvaardigde, wanordelijke marktdynamiek'. Het opkopen van staatsobligaties kan echter op gespannen voet komen te staan met het bestrijden van de inflatie.

Lidstaten aan zet

Nu de centrale bank tussen verschillende belangen zal moeten navigeren, is het de vraag of ze de muntunie ook in de toekomst uit de brand zal kunnen blijven houden. En het is allerminst zeker dat de problemen in de eurozone verleden tijd zijn. Levi Kuiper en Christiaan van der Kwaak laten in deze *ESB* zien dat het monetaire beleid van de ECB structureel minder goed aansluit op de behoeften van de zuidelijke landen, waardoor de eurozone als muntunie grotere onevenwichtigheden kent dan de dollarzone. Dat vergroot de kans op een schuldencrisis.

Ter voorkoming van een nieuwe schuldencrisis zijn de lidstaten aan zet, betogen Bram Gootjes en Jakob de Haan. Ze stellen dat de oplopende renteverschillen vragen om heldere regels die prudent begrotingsbeleid stimuleren en zorgen dat de schulden worden beperkt.

Oscar Soons en Enrico Perotti kijken eveneens naar de lidstaten, maar zoeken de oplossing in meer solidariteit. Ze wijzen erop dat de muntunie zorgt voor een concurrentieverschuiving van Zuid naar Noord, en stellen dat daar enige solidariteit van Noord met Zuid tegenover mag staan in de vorm van begrotingssolidariteit of de uitgifte van gemeenschappelijke schuld.

Of de lidstaten bereid zijn om de afspraken binnen de muntunie aan te passen, zal vooral een kwestie worden van politieke wil. De individuele lidstaten zullen er offers voor moeten brengen, waartoe ze tot dusver onvoldoende bereid zijn geweest. Maar dat kan nu anders zijn, betogen Ton Nijhuis en Cees Ullersma. De Oekraïnecrisis zorgt immers voor meer eenheid binnen Europa, waardoor ook de politieke steun voor de euro zal toenemen. Maar zien de lidstaten die noodzaak tot actie wel? Of blijven we in Europa vertrouwen op de magie van 'whatever it takes'?

Literatuur

Bats, J., T. Hudepohl en A. Petersen (2020) De coronacrisis laat zien dat de geldmarkt niet zonder haar fondsen werkt. *ESB*, 105(4792), 585–587.

Draghi, M. (2012) *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi*. Presentatie op de Global Investment Conference. 26 juli, Londen. Te vinden op www.ecb.europa.eu.

Eser, F., W. Lemke, K. Nyholm et al. (2019) *Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve*. ECB Working Paper, 2293.

Kwaak, C. van der (2018) Nederland moet kiezen tussen eurobonds of euro-exit. *ESB*, 103(4764), 344–347.

Lorié, J. en T. Smid (2020) Italiaans begrotingsbeleid is struisvogelpolitiek. *ESB*, 105(4784), 164–167.

ROBERT KLEINKNECHT

Hoofdredacteur

kleinknecht@economie.nl

Forse renteverhoging in de eurozone is onverstandig

Vanwege de oplopende inflatie adviseert het Internationaal Monetair Fonds ontwikkelde landen om de rente agressief en snel te verhogen. In de Verenigde Staten lijkt een forse renteverhoging een goede keuze, maar voor de eurozone is dat gevaarlijk.

IN HET KORT

- De inflatie in de eurozone is vooral aanbodgerelateerd, waardoor een renteverhoging de inflatie onvoldoende zal temmen.
- Een hogere rente verslechtert de reeds lage groeiverwachtingen in de eurozone en verergert de schuldproblematiek.
- Vanwege de demografische ontwikkelingen is een lage-rentebeleid economisch verstandig voor Europa.

ANDRÉ KOLODZIEJAK
Voormalig econoom bij de Europese Centrale Bank

In de *World Economic Outlook* van afgelopen april beveelt het Internationaal Monetair Fonds (IMF) de Verenigde Staten en de eurozone aan om de rente op korte termijn in een paar forse stappen te verhogen om zo de oplopende inflatie te beteugelen (IMF, 2022a). De op 6 april door de Kamercommissie Financiën voor een rondetafelgesprek over inflatie bijeengeroepen Nederlandse deskundigen gingen zelfs nog verder dan het IMF (Tweede Kamer, 2022). Volgens een meerderheid van hen had de Europese Centrale Bank (ECB) de rente allang fors moeten verhogen.

Helaas past het IMF-advies een stuk beter bij de Verenigde Staten dan bij de eurozone. Zo blijkt uit de nadere analyse van de World Economic Outlook dat het IMF geen idee heeft hoe hoog de rente zou moeten zijn om in de eurozone prijsstabiliteit te bereiken, en geeft het toe dat er zo, vlak na de coronacrisis, sterk negatieve bijwerkingen te verwachten zijn. Wil Europa stagnatie en een nieuwe eurocrisis vermijden, dan kan de eurozone het beste het IMF-advies negeren.

Situatie in de eurozone anders

De belangrijkste reden om agressieve renteverhogingen niet in gelijke mate op de VS en op Europa los te laten, is dat de economische situatie in Europa anders is. Mees (2022) betoogde dit eerder al in *ESB*. In tegenstelling tot de Amerikaanse inflatie is de huidige Europese inflatie grotendeels aanbodgerelateerd in plaats van vraaggerelateerd. Beide economieën hebben te maken met een sterk gestegen grondstoffenprijzen, maar bij de Europese economie staat daar een zich aftekenende negatieve vraagschok tegenover.

De ruimte voor een renteverhoging is groter in de Amerikaanse economie dan in de eurozone. Met een sterk afnemende werkloosheid in 2022 en een hogere verwachte groei en inflatie is de Amerikaanse economie oververhit (tabel 1). Maar de eurozone kent een relatief hoge en stabiele werkloosheid.

Het IMF is bovendien te optimistisch met zijn verwachting dat er in 2022–2023 geen recessie komt in de eurozone. De EU Consumer Confidence Indicator, die doorgaans een goede voorspeller is van de Europese consumptie en daarmee van het bruto binnenlands product (bbp), is sinds de Russische inval in Oekraïne weggezakt tot onder het dieptepunt tijdens de pandemie. Ook dalen de laatste maanden de inflatieverwachtingen van de Europese consumenten (figuur 1). In combinatie met een lager exportoverschot (ongewijzigd voor de VS) en teruglopende investeringen is een naderende recessie in Europa aannemelijk.

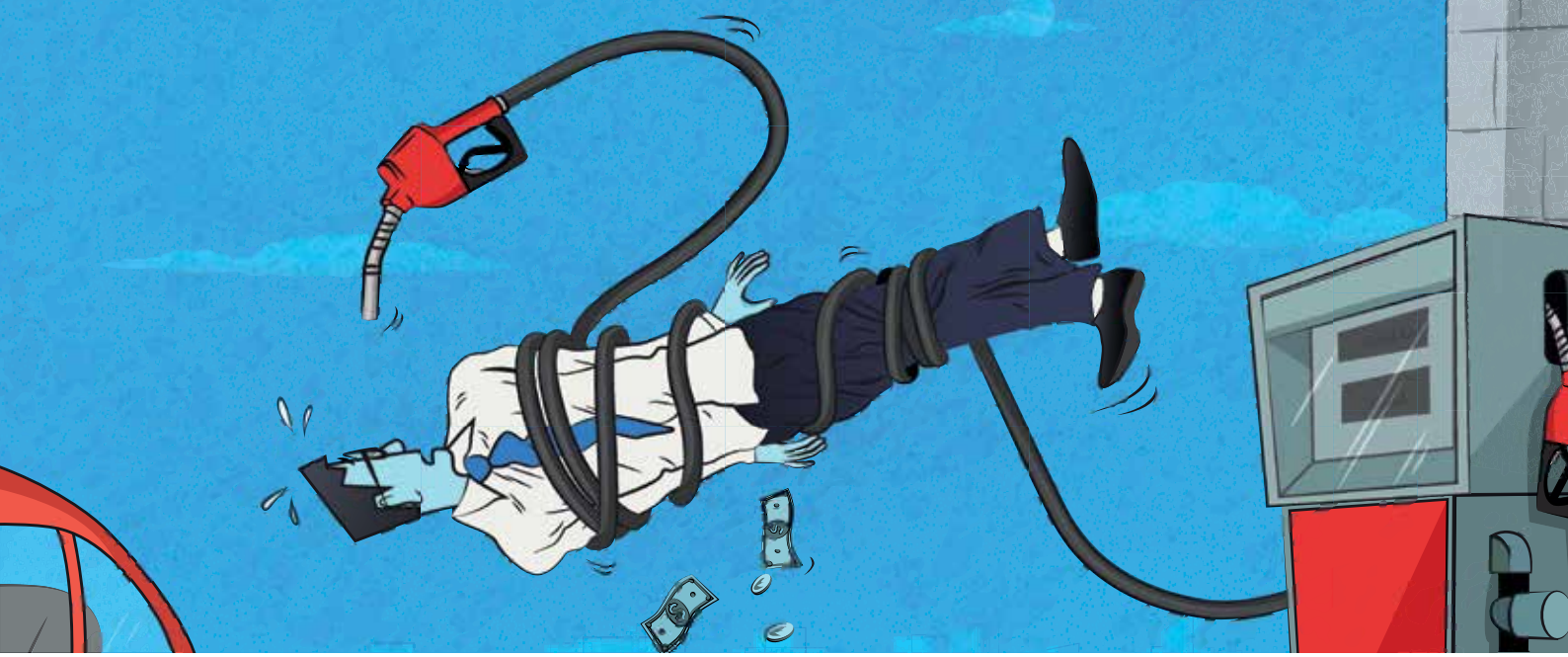
Rente minder effectief in de eurozone

Ook zonder de verschillen in groeiverwachting is het rente-instrument minder geschikt in Europa dan in de VS. Modelanalyses met de economische beleidsmodellen van de Federal Reserve en de ECB laten zien dat renteverhogingen in de VS veel effectiever zijn om de bestedingen en de inflatie te remmen dan die in Europa (Angelini et al., 2019). De lage Europese beleidsrente sinds de financiële crisis heeft zoals bekend noch de bestedingen noch de inflatie sterk kunnen verhogen.

Het is zelfs maar de vraag of een renteverhoging de inflatie niet juist verhoogt in plaats van verlaagt. Het IMF (2022b) wijst op onderzoek dat laat zien dat voor het optreden van inflatie de subjectieve verwachtingen van het publiek, en niet die van de modellen- en beleidsmakers, doorslaggevend zijn. In geval van een renteverhoging verwacht het publiek juist een verhoging van de inflatie vanwege de hogere kapitaalkosten die aan de consument doorberekend worden (Andre et al., 2022). Dit correspondeert met het effect van een renteverhoging op de inflatie volgens het model van het Centraal Planbureau (Bettendorf et al., 2021), waarin een renteverhoging van één procent binnen drie jaar gevolgd wordt door een twee procent hogere inflatie.

Geldhoeveelheid vergt geen hogere rente

De deskundigen in het rondetafelgesprek bij Financiën brachten naar voren dat de lage rente van de ECB inflatie veroorzaakt doordat er te veel geld in omloop komt, en deze dus per direct verhoogd moet worden (Tweede Kamer, 2022). Dat klopt echter niet. In de laatste decennia is de geldomloopsnelheid trendmatig gedaald, zie figuur 2.



Een uitbreiding van het monetair aggregaat M3 van ongeveer vijf procent is hierdoor, bij een trendmatige groei van twee procent, compatibel met prijsstabiliteit, dat wil zeggen met een inflatie op de middellange termijn van twee procent (Benati, 2009).

IMF onduidelijk over beoogde renteverhoging

Daarbij adviseert het IMF evenmin tot welk niveau de rentes moeten stijgen om de inflatie te stabiliseren, want dat weet het IMF namelijk zelf niet. Dit benodigde niveau hangt af van de natuurlijke, evenwichtige of neutrale rentevoet die we kennen uit de Taylor-regel en de reactiefunctie volgens welke centrale banken geacht worden te reageren (Taylor, 1993).

Over de huidige en toekomstige neutrale rente kan het fonds echter niets zeggen. De neutrale rente hoort aldus bij een economie die over- noch onderverhit is, en bedroeg volgens het IMF sinds de globale financiële crisis circa nul procent. Ten gevolge van structurele ontwikkelingen die besparingen en investeringen bepalen is het IMF echter momenteel 'in flux' (IMF, 2022a). Met andere woorden, de dosering van het IMF-medicijn van forse renteverhogingen is eigenlijk nergens op gebaseerd.

De neutrale rente kan vanwege het mondiale spaaroverschot *(global saving glut)* net zo goed sterk negatief zijn (Mihan et al., 2021; IMF, 2022a). Taylor (2022) zelf schat recent de actuele neutrale rente in de VS op niet hoger dan één procent.

Hogere rente is economische schadelijk

De negatieve effecten op de economische groei van een renteverhoging zijn onder normale omstandigheden al aanmerkelijk, ook voor Nederland (tabel 2). Daar komen de risico's bij voor de door de pandemie tot recordhoogte gestegen publieke en private schulden (IMF, 2022a). Overheidsschulden namen in 2020 met vijftien procent van het bbp toe, bedrijfsschulden met negen procent en schulden van consumenten met vijf procent. Ieder procent rentestijging zou volgens het IMF de investeringen van bedrijven met hoge schulden over twee jaar met 6,5 procent verminderen (IMF, 2022a). Zo leidt het stopzetten van het opkoopprogramma van de ECB per 1 juli jongstleden volgens het model van Angelini et al. (2019) al tot economische schade (tabel 3).

Ook voor de stabiliteit van het eurogebied kan een forse renteverhoging gevaarlijk zijn. Bij een fors stijgende rente dreigt er fragmentatie van de Europese markt voor de schulden van de centrale overheden. Selectief schuld opkopen van lidstaten helpt minder, of misschien niet meer, bij een fors hogere Europese rente.

De onder Nederlandse economen vaak gehoorde stelling dat de kapitaalmarkt er is om landen te disciplineren en te dwingen te herstructureren, gaat voorbij aan de gouden regel van Tinbergen volgens welke een volkshuishouding eerst gestabiliseerd moet worden alvorens ze geherstructureerd kan worden (Tinbergen, 1956).

Lage rente onvermijdelijk

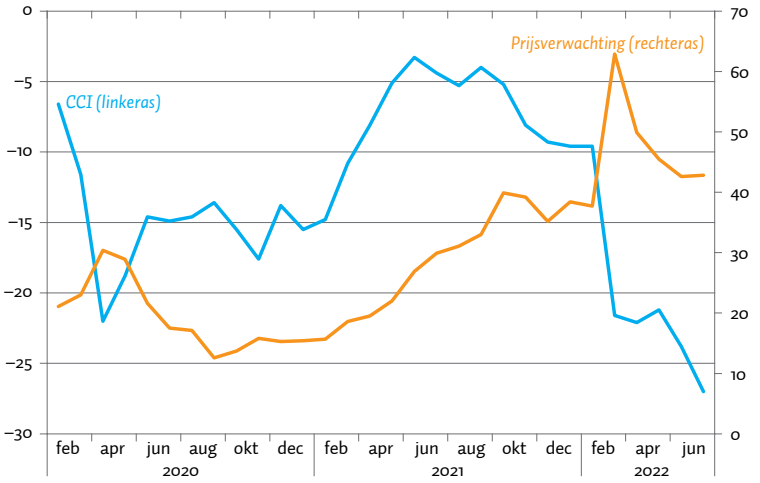
Het wordt tijd om in te zien dat de relatief lage rentes in Europa economisch verstandig zijn. Uit het werk van

Voorspellingskader IMF World Economic Outlook TABEL 1

	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Eurozone	5,3	2,8	2,3	2,6	5,3	2,3	7,7	7,3	7,1
VS	5,7	3,7	2,3	4,7	7,7	2,9	5,5	3,5	3,5
Nederland	5	3	2	2,8	5,2	2,3	4,2	4	4

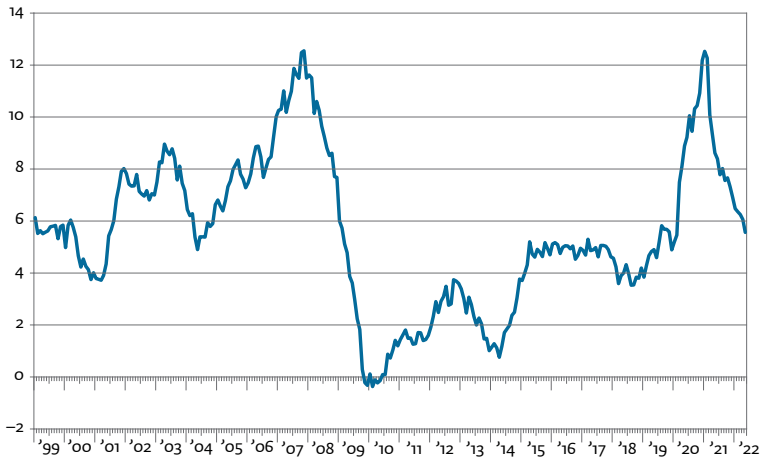
Data: IMF (2022a) | ESB

Consumentenvertrouwen (CCI) en prijsverwachting komende twaalf maanden de eurozone FIGUUR 1



Data: EU Business and Consumer Surveys | ESB

Monetair aggregaat M3, 1999–2022 FIGUUR 2



Data: ECB | ESB

Effect op de groei van een verhoging van rente met 1 procent volgens macro-econometrische modellen TABEL 2

Land	Model	1	2	3	4
EU	EC Quest	–0,8	–1,2	–0,7	–0,3
VS	Federal Reserve	–0,6	–0,8	–1,1	–1,2
Nederland	CPB Saffier 3	–0,0	–0,5	–1,0	–2,0

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

Effecten op de Europese economie van het stopzetten van netto obligatie-opkopen door de ECB TABEL 3

	2022	2023	2024	2025
Bruto binnenlands product	–0,6	–0,6	–0,5	–0,4
Werkgelegenheid	0	–0,2	–0,2	–0,2
Inflatie	–1,6	–0,2	–0,2	0

Eigen berekeningen op basis van model van Angelini et al (2019) | ESB

Piketty (2014) en Baumol en Bowen (1965) is af te leiden dat er door de lage vruchtbaarheidscijfers en vergrijzing in Europa een structurele verschuiving richting arbeidsintensieve diensten optreedt, een daarmee samenhangend arbeidstekort, een spaaroverschot, een toename van de hoeveelheid kapitaal ten opzichte van het bbp, en een daling van de marginale productiviteit van kapitaal. Om het gespaarde kapitaal door de economie te laten absorberen, moet de ECB proberen om via haar beleidsrentes en onconventionele beleid de kosten van kapitaal onder de lage productiviteit van kapitaal te drukken (Piketty, 2014).

Capital chasing investment noemde voormalig ECB-president Trichet deze situatie van dreigend overtollig kapitaal, hiermee verwijzend naar een centraal idee (het vraagmodel) uit de *General Theory* van Keynes (1936; Schouten, 1986; Skidelsky, 2010).

Voer eventueel wisselkoerspolitiek

Een bijwerking van het relatief laag houden van de Europese rente zou een verzwakking van de euro kunnen zijn, die de inflatie verder zou kunnen aanwakkeren. In dat geval is het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie duidelijk: dan moet de ECB omwille van prijsstabiliteit wisselkoerspolitiek gaan bedrijven (lees: gaan interveniëren op de valutamarkt) (Kolodziejak, 2001; Kolodziejak en Muijzers, 1991). Dit lijkt met name nodig indien de groei in Europa door de oorlog in Oekraïne achterblijft bij de Amerikaanse, of als er zelfs een recessie optreedt.

Conclusie

Het IMF-advies om de Europese rente sterk en snel te verhogen snijdt geen hout, en is zelfs gevaarlijk. Er zijn goede gronden voor de ECB om zeer voorzichtig met dit medicijn om te gaan, waarvan de dosering bij nadere beschouwing voor het IMF een raadsel is. De Europese economie kan op basis van structurele kenmerken een sterke renteverhoging niet verwerken, zodat fragmentatie van de Europese markt voor overheidsschulden – zoals in 2010–2012 – of veel erger, op de loer ligt.

De ECB kan zich dan ook beter beperken tot het stopzetten van de netto obligatie-opkopen, de verhoging van de korte rente van 50 basispunten per 21 juli jongstleden en hoogstens, zoals 9 juni aangekondigd, een kleine renteverhoging in september. Mocht de eurokoers door de beperkte renteverhoging onder druk komen te staan, dan zijn valutainterventies het aangewezen middel om de geïmporteerde inflatie te minimaliseren.

Literatuur

Andre, P., C. Pizzinelli, C. Roth en J. Wohlfahrt (2022) Subjective models of the macroeconomy: evidence from experts and representative samples. *The Review of Economic Studies*, rdac008. Te vinden op academic.oup.com.

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*. ECB Working Paper, 2315.

Baumol, W.J. en W.G. Bowen (1965) On the performing arts: the anatomy of their economic problems. *The American Economic Review*, 55(1-2), 495–502.

Benati, L. (2009) *Long run evidence on money growth and inflation*. ECB Working Paper, 1027.

Bettendorf, L., S. Boeters, A. van der Horst et al. (2021) *Saffier 3.0: Technical Background*. CPB Background Document, 21 december.

Burgert, M., W. Roeger, J. Varga et al. (2020) *A global economy version of QUEST: simulation properties*. Europese Commissie Discussion Paper, 126. Te vinden op economy-finance.ec.europa.eu.

IMF (2022a) *World Economic Outlook: war sets back the global recovery*. IMF, 19 april.

IMF (2022b) *Hall of mirrors: how consumers think about inflation*. Artikel op www.imf.org, 19 juli.

Keynes, J.M. (1936) *The general theory of employment, interest and money*. Londen: MacMillan.

Kolodziejak, A.M.M. (2001) Regelmatige interventies noodzaak. *ESB*, 85(4281), 924–929.

Kolodziejak, A.M.M. en A.P.M. Muijzers (1991) Het Verdrag van Maastricht. *ESB*, 76(3837), 1209–1213.

Mees, H. (2022) Verschil benadering van Federal Reserve en ECB gerechtvaardigd. *ESB*, 107(4805), 27.

Mihan, A., L. Straub en A. Sufi (2021) *What explains the decline in r*? Rising income inequality versus demographic shifts*. SSRN Working Paper, 2021-104.

Piketty, T. (2014) *Kapitaal in de 21ste eeuw*. Amsterdam: De Bezige Bij.

Schouten, D.B.J. (1986) *Het wankele evenwicht in de economie*. Leiden/Antwerpen: Stenfert Kroese.

Skidelsky, R. (2010) *Keynes: the return of the master*. Londen: Penguin.

Taylor, J.B. (1993) Discretion version policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series in Public Policy*, 39, 195–214.

Taylor, J.B. (2022) *Are we entering a new era of high inflation?* Presentatie op het Institute of International and European Affairs. 11 april, Dublin. Video te vinden op www.iiea.com.

Tinbergen, J. (1956) *Economic policy: principles and design*. Amsterdam: North-Holland.

Tweede Kamer (2022) *Rondetafelgesprek over inflatie*, 7 augustus. Informatie te vinden op www.tweedekamer.nl.

Drukken van rentespreads is pover alternatief voor goede begrotingsregels

Met het recent aangekondigde *Transmission Protection Instrument* (TPI) wil de Europese Centrale Bank (ECB) de renteverschillen op staatsobligaties tussen lidstaten verminderen. Dat is echter geen duurzame oplossing.

IN HET KORT

- De ECB voelt zich genoodzaakt om de renteverschillen, die vooral het gevolg zijn van oplopende overheidsschuld, te beperken.
- Met het TPI ondermijnt de ECB de disciplinerende werking van de financiële markten.
- Meer begrotingsdiscipline in eurolanden is de enige manier om oplopende rentespreads duurzaam te voorkomen.

BRAM GOOTJES
Promovendus aan de Rijksuniversiteit Groningen (RUG)

JAKOB DE HAAN
Hoogleraar aan de RUG

De reactie van de ECB op de sterk oplopende inflatie heeft even op zich laten wachten, maar onlangs kondigde de ECB dan toch aan dat de aankoop van staatsobligaties per 1 juli is gestopt. Bovendien werd de rente verhoogd.

De aankondiging in juni van de ECB dat de rente zou worden verhoogd, leidde tot snel verder oplopende renteverschillen tussen de staatsobligaties van kernlanden en van Zuid-Europese eurolanden die te kampen hebben met hoge staatschulden (figuur 1).

In reactie op de divergentie heeft de ECB versneld een nieuw instrument, het zogenaamde *Transmission Protection Instrument* (TPI), ontwikkeld om de renteverschillen aan te pakken. De facto komt het erop neer dat de ECB de verkrapping van het monetaire beleid deels terug zal gaan schroeven, terwijl de inflatiecijfers nog steeds de pan uit rijzen – en dit zeer waarschijnlijk ook nog wel een tijdje zullen blijven doen.

Dat de ECB het nu nodig vindt om een nieuw instrument te ontwikkelen, toont aan dat gezonde overheidsfinanciën onontbeerlijk zijn voor het goed functioneren van de Europese Economische Monetaire Unie (EMU) – iets wat de ECB overigens al jaren heeft erkend (ECB, 2011).

Belang van regels voor gezonde financiën

Om de stabiliteit van de monetaire unie te waarborgen, hebben de lidstaten begrotingsregels met elkaar afgesproken in het Stabiliteits- en Groeipact (SGP). Hoge begrotingstekorten en oplopende overheidsschulden kunnen namelijk in de monetaire unie grote negatieve consequenties hebben. Allereerst wordt er door een gebrekkige begrotingsdiscipline te weinig ruimte gecreëerd voor een stimulerend begrotingsbeleid in crisistijden, waardoor een stabilisatie van de economische schommelingen op nationaal niveau onvoldoende kan plaatsvinden. In het eurogebied is dit van bijzonder belang, aangezien de lidstaten geconfronteerd kunnen worden met land-specifieke schokken die niet door het centrale monetaire beleid zijn op te vangen (Wyplosz, 2005).

Daarnaast kan een gebrekkige begrotingsdiscipline in de ene EMU-lidstaat van invloed zijn op andere lidstaten, omdat de economieën in de eurozone sterk met elkaar verbonden zijn. De hiermee gepaard gaande kosten worden doorgaans onvoldoende geïnternaliseerd (Eyraud et al., 2017).

Ten slotte kan een ongezond begrotingsbeleid het vertrouwen in het monetaire beleid van de ECB ondermijnen, als de financiële markten gaan verwachten dat onhoudbare schulden uiteindelijk door geldschepping zullen worden gefinancierd (Buti en Carnot, 2012).

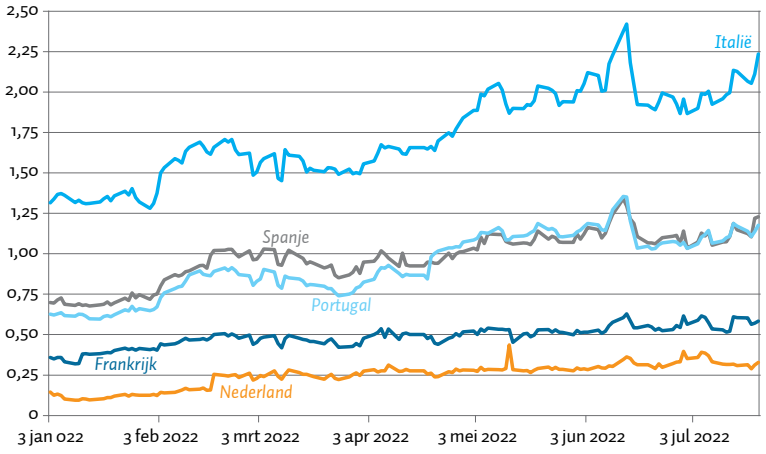
De begrotingsregels hebben als doel om ervoor te zorgen dat de EMU-lidstaten gezonde overheidsfinanciën nastreven, en hun begrotingsbeleid coördineren. In recent onderzoek laten wij zien dat begrotingsregels het procyclische beleid verminderen (Gootjes en De Haan, 2022a) en eveneens het expansieve effect van verkiezingen op de begroting beperken (Gootjes et al., 2021). In het eurogebied zorgt de aanwezigheid van begrotingsregels over het algemeen voor een vermindering van de rentespreads op staatsobligaties (Iara en Wolff, 2014).

Begrotingsregels vormen doorgaans de basis voor financiële markten om het begrotingsbeleid van landen te beoordelen (Kelemen en Teo, 2014). Eurolanden die zich niet houden aan de regels, zien hun rente oplopen, waardoor de renteverschillen ook toenemen (Diaz Kalan et al., 2018). Deze marktdiscipline werkt: hogere financieringskosten als gevolg van de oplopende rentes leiden tot een sterkere verbetering van de begroting (De Groot et al., 2015). De wisselwerking tussen begrotingsregels en financiële markten dwingt begrotingsdiscipline af.

Oplopende staatschulden en rentespreads

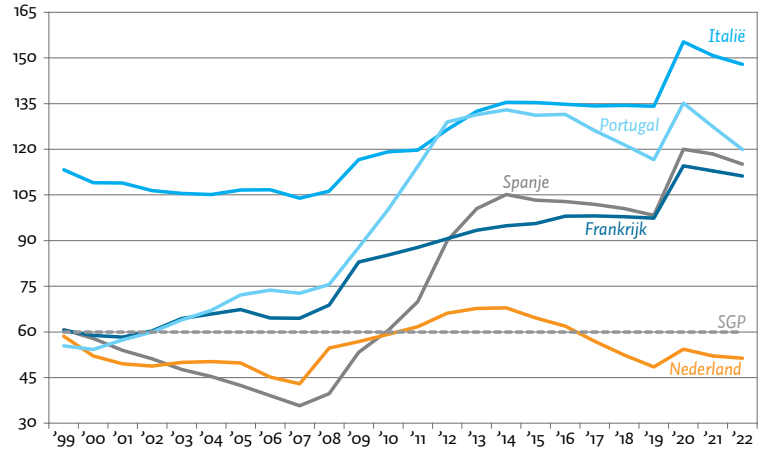
Ondanks de begrotingsregels hebben niet alle eurolanden hun staatschulden onder controle kunnen houden. Figuur

Rentespreads (verschil met rente op Duitse staatsleningen), 2022 FIGUUR 1



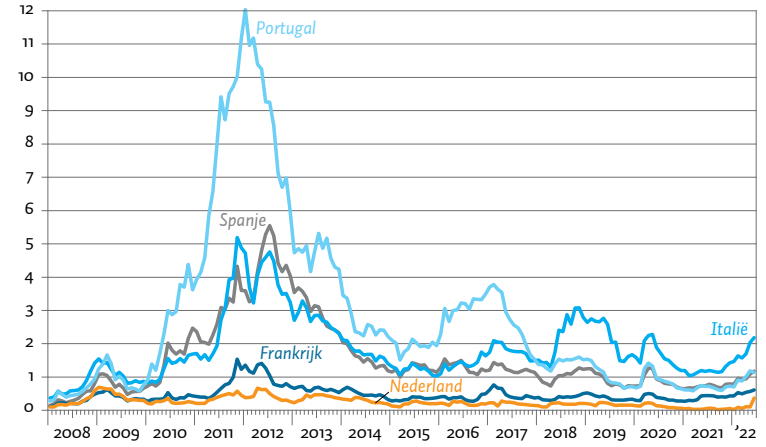
Data: The Wall Street Journal | ESB

Overheidsschuld in procenten van het bruto binnenlands product, 1999–2022 FIGUUR 2



Data: AMECO (Europese Commissie) | ESB

Rentespreads (verschil met rente op Duitse staatsleningen), 2008–2022 FIGUUR 3



Data: ECB | ESB

2 laat zien dat in diverse Zuid-Europese lidstaten de schuldquote tot ver boven de zestig procent van het bruto binnenlands product (bbp) is gestegen. Met name tijdens en na de kredietcrisis is de schuld toegenomen. En de overheidsschuld in deze landen is tijdens de coronacrisis nog verder opgelopen. Volgens de meest recente cijfers (van de Europese Commissie uit mei 2022) zal dit jaar de overheidsschuld (als percentage van het bbp) dalen in de Zuid-Europese landen. Dat komt vooral door een noemer-effect: de oplopende inflatie doet ook het nominale bbp sterk stijgen.

Figuur 3 laat de rentespreads zien voor een aantal Zuid-Europese lidstaten. Hierbij is de spread gemeten als het verschil (in percentages per jaar) met de rente op de Duitse staatsleningen die een looptijd van tien jaar hebben. Tijdens de euroschuldencrisis liepen de spreads fors op, gevoed door de angst dat sommige landen niet in staat zouden zijn om deel te blijven uitmaken van de monetaire unie. Pas nadat de toenmalige ECB-president Mario Draghi tijdens een lezing op 26 juli 2012 de beroemde uitspraak deed dat de ECB bereid is om binnen haar mandaat alles te doen wat nodig is om de euro te behouden, daalden de rentespreads op staatsobligaties van de perifere landen.

Tot voor kort waren de renteverschillen met Duitsland gering, maar sinds het begin van 2022 lopen de spreads weer op (figuur 1). Zo is het rendement op de Italiaanse tienjaars-benchmarkobligatie gestegen van 1,2 procent aan het begin van het jaar, tot 3,46 procent op 21 juli; en na het vertrek van premier Draghi liep de rente zelfs tijdelijk op tot 3,64 procent. De rente bereikte eerder een hoogtepunt van 4,17 procent op 14 juni (het verschil met de rente op Duitse staatsleningen kwam hiermee op 2,42 procentpunt uit), vlak voor de vergadering van de ECB waarbij werd besloten tot de ontwikkeling van het nieuwe antifragmentatie-instrument.

Falend begrotingsbeleid zet ECB onder druk

Het falende begrotingsbeleid van sommige eurolanden neemt de ECB in de houdgreep. Door hun hoge overheidsschuld zijn deze landen gevoelig voor een verhoging van de beleidsrente van de ECB: bij een verhoging van de beleidsrente neemt de rente op de staatsobligaties van eurolanden met hoge overheidsschulden sneller toe dan die van landen met meer houdbare overheidsfinanciën. Er dreigt aldus een tweespalt te ontstaan in de monetaire unie. De effectiviteit van monetair beleid (de transmissie) neemt daardoor af.

Om te voorkomen dat het monetaire beleid in de lidstaten verschillend uitwerkt door sterk uiteenlopende rentes – het zogenaamde 'fragmentatierisico' – poogt de ECB de renteverschillen te verminderen.

De poging van de ECB om de renteverschillen te verminderen brengt niet alleen het mandaat van de ECB om de prijsstabiliteit te handhaven in gevaar, maar ondermijnt ook de disciplinerende werking van de markten, en zet landen niet aan tot het verminderen van hun begrotingstekorten. Immers, als landen zich weinig zorgen hoeven te maken over oplopende rentelasten, dan valt er een belangrijke prikkel tot tekortreductie weg.

Ervaringen uit het verleden laten dat zien. Eerder heeft de ECB namelijk getracht om, via gerichte aankopen van staatsobligaties, de oplopende renteverschillen te beperken.

Zodra dit instrument (het *Securities Market Programme*) werd ingezet, verslapte de bereidheid van landen met hoge overheidsschulden om hun schuld terug te dringen. Dat begrotingsbeleid verslapt is ook de reden dat het instrument dat werd ontwikkeld om de woorden van Draghi kracht bij te zetten – de zogeheten *Outright Monetary Transactions* – alleen kan worden ingezet als lidstaten zich hebben gecommitteerd aan een aanpassingsprogramma.

Niet de centrale bank, maar de Europese Commissie en de lidstaten zijn aan zet

De geschiedenis herhaalt zich. Het nieuwe opkoopprogramma TPI wordt nu aan de gereedschapskist van de ECB toegevoegd, om de renteverschillen binnen het eurogebied te beteugelen. Met dit instrument poogt de ECB om 'ongerechtvaardigde, wanordelijke marktdynamiek' tegen te gaan, opdat de transmissie van het monetaire beleid van de ECB soepel kan verlopen.

Het is ook nog maar de vraag in hoeverre de zorgen van de ECB over de gevolgen van de oplopende rentespreads voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op de korte termijn terecht zijn. In Italië bijvoorbeeld was afgelopen december de gemiddelde looptijd van de staatschuld 7,6 jaar (Banca d'Italia, 2022). Hierdoor is de herfinancieringsbehoefte, en daarmee de invloed van de hogere rente op de korte termijn, beperkt. De angst voor een nieuwe schuldencrisis op korte termijn door de rentebesluiten van de ECB lijkt daardoor deels ongegrond.

Nieuwe ronde, nieuwe regels

Op de lange termijn hebben de hogere rente en de oplopende rentespreiding uiteraard wel invloed. Betere begrotingsdiscipline kan ervoor zorgen dat de spreads teruggedrongen zullen worden. Het is geen taak van de ECB om de rentespreads laag te houden. Een dergelijk beleid ondermijnt de marktdiscipline die, in samenspel met goede begrotingsregels, begrotingsdiscipline zou kunnen afdwingen.

Niet de ECB, maar de Europese Commissie en de lidstaten zijn aan zet. Verstandig begrotingsbeleid, nu en in de toekomst, vraagt weliswaar om meer dan alleen een begrotingsdiscipline. Het dient het hoofd te bieden aan de extra kosten die klimaatverandering en vergrijzing met zich mee gaan brengen. Maar een solide begrotingsbeleid is toch echt de enige manier om de renteverschillen op staatsobligaties structureel laag te houden.

Nu is het moment om knopen door te hakken wat betreft de begrotingsregels. Om de overheden ruimte te bieden om adequaat te reageren op de coronapandemie, heeft de Europese Commissie de Europese begrotingsregels tot eind 2023 opgeschort. Aangezien onder de huidige regels het gros van de lidstaten er niet in geslaagd is om er gezonde overheidsfinanciën op na te houden, zijn de herzieningen van de SGP-regels noodzakelijk geworden (De Haan en Gootjes, 2022).

Sommige voorstellen om het huidige raamwerk aan te scherpen, zoals het invoeren van een eenvoudig schuldplafond op middellange termijn en een restrictie op de groei van de primaire overheidsuitgaven (Darvas et al., 2018; Feld et al., 2018; EFB, 2019), gaan in de goede richting, maar nog niet ver genoeg. Met name in goede tijden moeten landen buffers opbouwen die kunnen worden aangewend als de economie zich in zwaar weer bevindt.

Om oplopende schulden te voorkomen, zullen nieuwe regels er daarom op gericht moeten zijn om prudent begrotingsbeleid te stimuleren, in plaats van falend begrotingsbeleid af te straffen. Zo kunnen de sancties bij overtreding van de regels worden vervangen door toegang tot de EU-fondsen wanneer landen de regels naleven (EFB, 2019).

Tevens laat onderzoek zien dat wanneer begrotingsbeleid transparanter is (Gootjes en De Haan, 2022b), of wanneer de rol van onafhankelijke toezichthouders versterkt wordt (Beetsma et al., 2019), de begrotingsregels vaker worden nageleefd. Het simpel houden van de begrotingsregels en het vergemakkelijken van het monitoren van het begrotingsbeleid zijn dus ook een absolute must om meer begrotingsdiscipline af te kunnen dwingen.

Literatuur

Banca d'Italia (2022) *The public finances: borrowing requirement and debt*. Statistiek, februari.

Beetsma, R., X. Debrun, X. Fang et al. (2019) Independent fiscal councils: recent trends and performance. *European Journal of Political Economy*, 57, 53–69.

Buti, M. en N. Carnot (2012) The EMU debt crisis: early lessons and reforms. *Journal of Common Market Studies*, 50(6), 899–911.

Darvas, Z., P. Martin en X. Ragot (2018) *European fiscal rules require a major overhaul*. Bruegel Policy Contribution, 18.

Diaz Kalan, F., A. Popescu en J. Reynaud (2018) *Thou shalt not breach: the impact on sovereigns spreads of noncomplying with the EU fiscal rules*. IMF Working Paper, 18/87.

ECB (2011) The reform of economic governance in the euro area: essential elements. *ECB Monthly Bulletin*, maart, 99–119.

EFB (2019) *Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation*. European Fiscal Board, 11 september. Te vinden op ec.europa.eu.

Eyraud, L., V. Gaspar en T. Poghosyan (2017) Fiscal politics in the euro area. In: V. Gaspar, S. Gupta en C. Mulas-Granados (red.), *Fiscal politics*. Washington DC: International Monetary Fund.

Feld, L., C. Schmidt, I. Schnabel en V. Wieland (2018) *Refocusing the European fiscal framework*. Artikel op voxeu.org, 12 september.

Gootjes, B. en J. de Haan (2022a) Procyclicality of fiscal policy in European Union countries. *Journal of International Money and Finance*, 120, 102276.

Gootjes, B. en J. de Haan (2022b) Do fiscal rules need budget transparency to be effective? *European Journal of Political Economy*, te verschijnen, 102210.

Gootjes, B., J. de Haan en R.M. Jong-A-Pin (2021) Do fiscal rules constrain political budget cycles? *Public Choice*, 188, 1–30.

Groot, O. de, F. Holm-Hadulla en N. Leiner-Killinger (2015) Cost of borrowing shocks and fiscal adjustment. *Journal of International Money and Finance*, 59, 23–48.

Haan, J. de, en B. Gootjes (2022) National fiscal policy in EMU: insufficient sustainability and stabilisation? In: D. Adamski, F. Amtenbrink en J. de Haan (red.), *Handbook on European monetary, economic and financial market integration*. Cambridge: Cambridge University Press, te verschijnen.

Iara, A. en G.B. Wolff (2014) Rules and risk in the euro area. *European Journal of Political Economy*, 34, 222–236.

Kelemen, R.D. en T.K. Teo (2014) Law, focal points, and fiscal discipline in the United States and the European Union. *American Political Science Review*, 108, 355–370.

Wyplosz, C. (2005) Fiscal policy: institutions versus rules. *National Institute Economic Review*, 191, 64–78.

De eurozone werkt slechter dan de dollarzone door de Noord-Zuid-verschillen

In een muntunie geldt dezelfde centrale beleidsrente voor alle lidstaten. Soms zal deze centrale beleidsrente niet goed aansluiten bij de economische omstandigheden van individuele lidstaten. Een vergelijking van de eurozone met de dollarzone laat zien hoe groot dit aansluitingsprobleem is.

IN HET KORT

- Het monetaire beleid van de Verenigde Staten past beter bij de individuele (lid)staten dan dat van de eurozone.
- De heterogeniteit in de VS is niet gerelateerd aan specifieke subgroepen van staten, terwijl die in de eurozone dat wel is.
- De onevenwichtigheden die in de eurozone ontstaan, vergroten de kans op toekomstige schuldencrises.

LÉVI KUIPER
Research-master-student aan de Rijksuniversiteit Groningen (RUG)

CHRISTIAAN VAN DER KWAAK
Universitair docent aan de RUG

Landen of staten die onderdeel zijn van een muntunie kunnen niet zelf de beleidsrente bepalen die voor hen van toepassing is. Daarom is het niet vanzelfsprekend dat het monetaire beleid dat op centraal niveau wordt bepaald automatisch goed zal aansluiten bij de economische omstandigheden van de individuele (lid)staten. Dit heeft geleid tot een literatuur over optimale muntgebieden, die begint bij Mundell (1961).

De literatuur over optimale muntgebieden heeft zich met name ontwikkeld in de aanloop naar de invoering van de euro, waarin de vraag centraal kwam te staan of de eurozone een optimaal muntgebied zou worden. Zolang de euro niet was ingevoerd, moest er echter gebruik worden gemaakt van indirecte maatstaven om te beoordelen of de eurozone wel een optimaal muntgebied zou zijn – zie De Grauwe (2007) voor een overzicht.

Sinds de invoering van de euro is het mogelijk om met behulp van de Taylor-regel het monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) direct te vergelijken met de rente die aansluit bij de economische omstandigheden in de individuele lidstaten (Moons en Van Poeck, 2008; Maza en Sanchez-Robles, 2013; Nechio, 2011; Bruegel, 2013).

In dit artikel kijken we niet alleen naar de vraag in welke mate een uniform monetair beleid in de eurozone goed aansluit bij de economische omstandigheden van individuele lidstaten, maar ook naar de mate waarin dat geldt voor de VS. We volgen de bestaande literatuur door dit te doen aan de hand van de Taylor-regel, die aangeeft wat de beleidsrente zou moeten zijn gegeven de inflatie en de zogenaamde outputgap. Omdat we zowel naar de eurozone als naar de VS kijken, zijn we in staat om direct te vergelijken in welke van de twee muntunies het uniforme monetaire beleid beter aansluit op de economische omstandigheden van individuele (lid)staten. Verder beslaat onze onderzoeksperiode de periode 1999–2020, zodat we meer dan twintig jaar aan data hebben, terwijl eerdere artikelen slechts tien jaar aan data gebruikten.

De Taylor-regel

De Taylor-regel is een vuistregel om de beleidsrente uit te rekenen, gegeven het inflatiecijfer in afwijking van het inflatiedoel en het bruto binnenlandse product (bbp) in afwijking van het potentiële bbp (outputgap) (Taylor, 1993):

$$\begin{aligned} \textit{nominale rente}_t = {} & \textit{nominale evenwichtsrente} \\ & + \varkappa_{inflatie}\,(\textit{inflatie}_t - \textit{inflatiedoel}) \\ & + \varkappa_{bbp}\,(\textit{bbp}_t - \textit{potentieel bbp}_t) \end{aligned}$$

De coëfficiënten $\varkappa_{inflatie}$ en $\varkappa_{bbp}$ geven aan hoe sterk de reactie van de centrale bank is in geval van respectievelijk een afwijking van het inflatiedoel en van de outputgap.

Volgens het Taylor-principe dat op de regel gebaseerd is, moet de reële rente stijgen als de inflatie boven het inflatiedoel komt. In onze analyse volgen we Taylor (1993), en nemen aan dat $\varkappa_{inflatie} = 1{,}5$ en $\varkappa_{bbp} = 0{,}5$. Deze waarden gebruiken we niet alleen voor de VS, maar ook voor de eurozone (Moons en Van Poeck, 2008). Hoewel Nechio (2011) en Bruegel (2013) een Taylor-regel met de zogenaamde 'unemployment gap' voor de eurozone gebruiken, houden zij net als wij een inflatie-coëfficiënt van 1,5 aan.

Betere aansluiting in Verenigde Staten

De resultaten – op basis van jaarlijkse data – zijn weergegeven in figuur 1, waar we een *kernel-density* plotten van alle Taylor-regels in de VS en de eurozone over de periode 1999–2020. Deze kernel-density kan opgevat worden als een continue versie van een histogram van de verschillende Taylor-regels in een bepaalde muntunie. Tevens geven we de werkelijke beleidsrente weer van de Federal Reserve (Fed) en de ECB.

Het uniforme monetaire beleid in de VS blijkt gemiddeld genomen beter aan te sluiten bij de economische

omstandigheden van de individuele staten dan het ECB-beleid doet in de eurozone. De Taylor-regels voor de lidstaten van de eurozone liggen in de meeste jaren verder van elkaar af dan die voor de staten van de VS – met name de staarten van de verdeling zijn breder in de eurozone dan in de VS. Een uitzondering zijn de jaren 2008–2010, toen zowel de VS als de eurozone midden in de kredietcrisis en de nasleep daarvan zat. In deze periode zien we dat de verdelingen elkaar bijna overlappen.

Dat het uniforme monetaire beleid in de VS gemiddeld genomen beter aansluit bij de economische omstandigheden van de individuele staten dan het beleid in de eurozone komt niet onverwacht. De meeste literatuur over optimale muntgebieden vindt dat de VS een optimaal muntgebied is en de eurozone niet (De Grauwe, 2007). Het verschil met deze literatuur is dat we direct kijken naar de mate waarin de beleidsrente overeenkomt met de rente die optimaal is voor individuele (lid)staten, terwijl de literatuur voornamelijk kijkt naar indirecte indicatoren zoals de volatiliteit van de reële wisselkoers en arbeidsmarktflexibiliteit.

De eurozone kent twee groepen landen

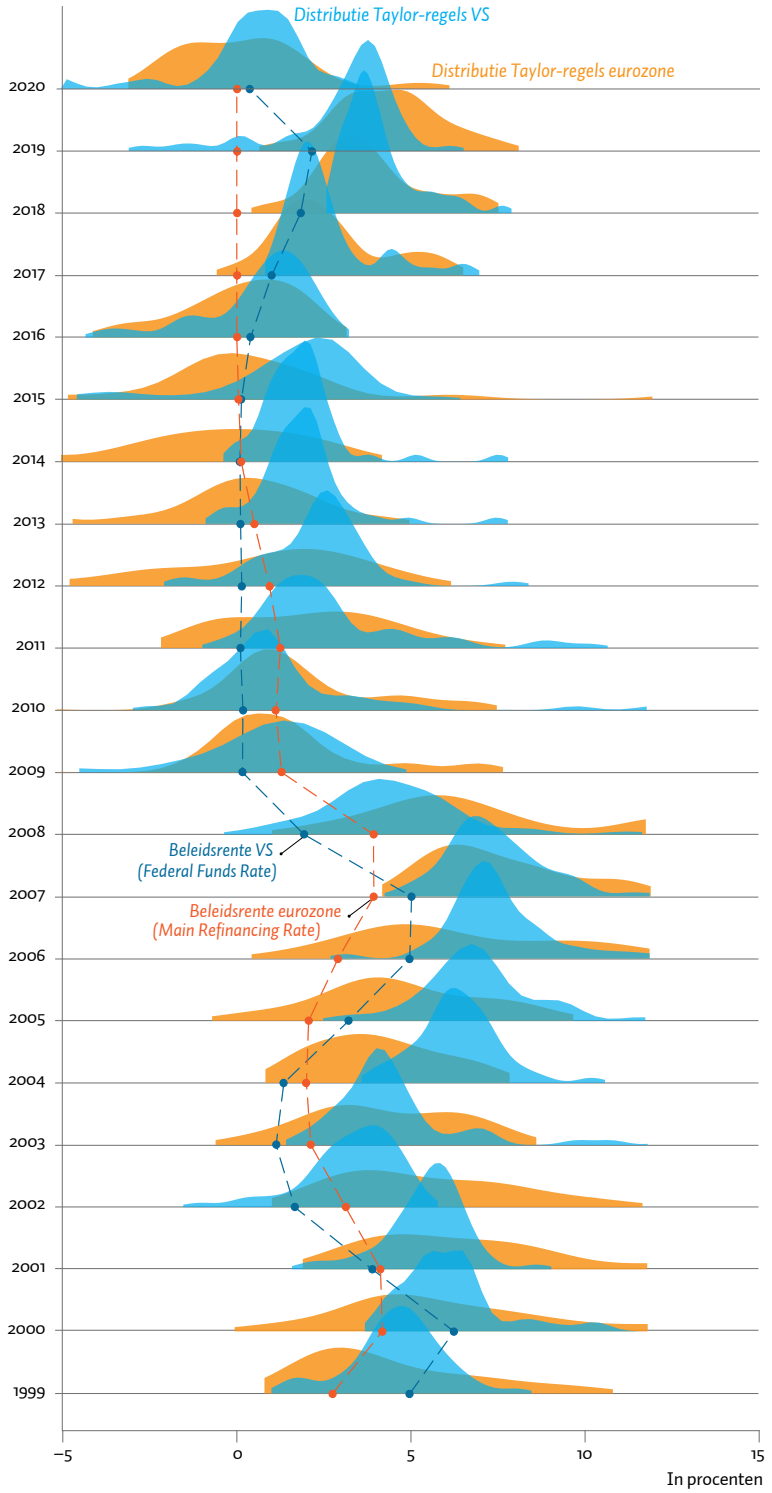
Een belangrijke vervolgvraag is of er een onderverdeling gemaakt kan worden tussen subgroepen van (lid)staten die onderling een vergelijkbare Taylor-regel hebben, maar als groep afwijken van de rest. De reden om dit te onderzoeken is dat een aanhoudende afwijking van de Taylor-regel van een specifieke subgroep in een systematische divergentie van economische prestaties kan resulteren, en daarmee tot een schuldencrisis kan leiden (Van der Kwaak, 2018).

Voor de eurozone maken we een onderverdeling tussen de landen die te maken kregen met een schuldencrisis tussen 2010 en 2013 – de landen uit de zogenaamde periferie van de eurozone (Portugal, Ierland, Italië, Griekenland, Cyprus en Spanje), en de kern van de eurozone (Duitsland, Frankrijk, Nederland, België, Oostenrijk, Finland en de Baltische staten). Daarnaast volgen we Ahlborn en Wortmann (2018), door Slowakije, Slovenië, Luxemburg en Malta in te delen bij de periferie.

Behalve het onderscheid tussen het al dan niet meemaken van een schuldencrisis geldt voor bovenstaande groepen ook dat er aanzienlijke institutionele verschillen zijn die leiden tot verschillen in productiviteitsgroei, werkloosheid en groeisnelheid (Schout en Van Riel, 2020). Tevens blijkt dat deze divergentie over de tijd niet is afgenomen (ECB, 2015). Dat maakt het mogelijk dat deze twee groepen anders op schokken kunnen reageren, en daarmee een verschillend monetair beleid nodig zouden kunnen hebben.

Voor beide gebieden construeren we een Taylor-regel, door een bbp-gewogen gemiddelde te nemen van de Taylor-regels voor de individuele lidstaten in het betreffende gebied. De resultaten zijn weergegeven in figuur 2. De standaardafwijking voor de twee gebieden is berekend door het kwadraat van de afwijking van een Taylor-regelrente van het gemiddelde te sommeren over alle staten in een jaar, te delen door het aantal staten, en daar vervolgens de wortel van te nemen. We gebruiken het ongewogen gemiddelde, aangezien gebruik van het gewogen gemiddelde tot een onrealistisch grote standaardafwijking leidt.

Schatting van de Taylor-regels per lidstaat per jaar in de VS en in de eurozone FIGUUR 1

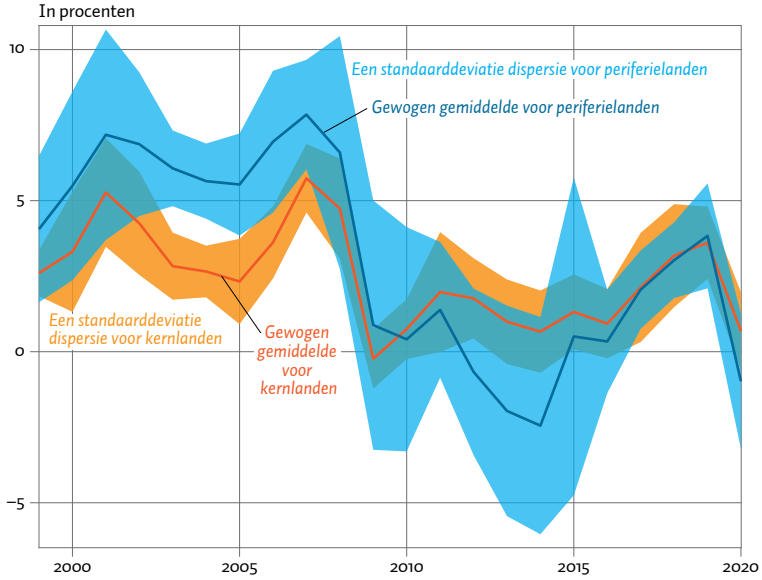


Noot: De distributies zijn gemaakt op basis van de Taylor-regels voor de individuele (lid)staten in een gegeven jaar. De punten geven de werkelijke beleidsrentes aan in datzelfde jaar.

Data: Bureau of Economic Analysis (VS) en Eurostat (eurozone) | ESB

Uit figuur 2 kunnen we drie conclusies trekken. Ten eerste zien we dat het onzekerheidsinterval van de kern veel kleiner is dan dat van de periferie. Dit betekent dat de Taylor-regels voor deze individuele lidstaten relatief dicht bij elkaar liggen, en dat ze een vergelijkbare beleidsrente nodig hebben (volgens de Taylor-regel). Dit impliceert

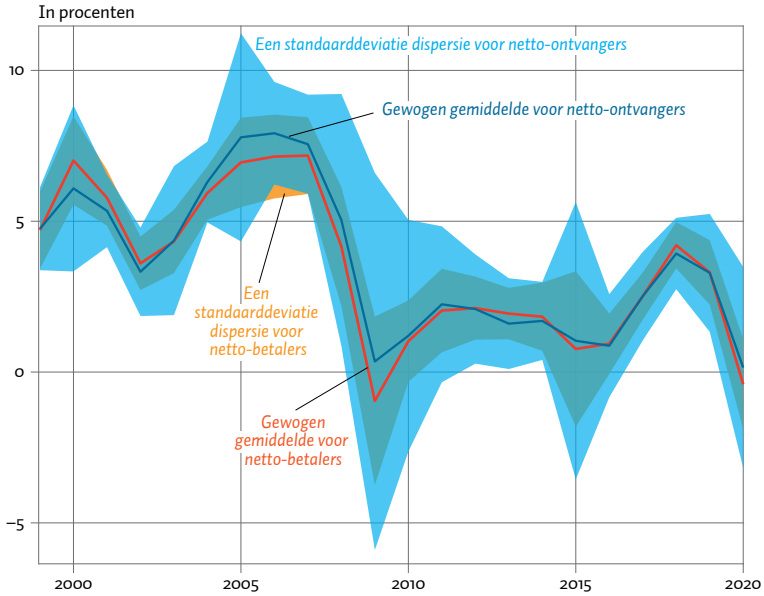
Schatting van de Taylor-regel voor de kern en de periferie van de eurozone FIGUUR 2



Noot: De kern van de eurozone bestaat uit Duitsland, Frankrijk, Nederland, België, Oostenrijk, Finland en de Baltische staten. De periferie van de eurozone bestaat uit Portugal, Ierland, Italië, Griekenland, Cyprus, Spanje, Slowakije, Slovenië, Luxemburg en Malta.

Data: Bureau of Economic Analysis (VS) en Eurostat (eurozone) | ESB

Schatting van de Taylor-regel voor netto-betalers en -ontvangers aan de Amerikaanse federale begroting FIGUUR 3



Data: Bureau of Economic Analysis (VS) en Eurostat (eurozone) | ESB

dat een uniform monetair beleid dat aansluit op de economische omstandigheden in de verschillende landen van de kern goed mogelijk is. Dit ligt anders voor de periferie, waar het onzekerheidsinterval veel groter is dan in de kern, wat betekent dat een uniform monetair beleid veel minder goed aansluit bij de economische omstandigheden tussen de verschillende landen in de periferie.

Ten tweede zien we dat de Taylor-regel voor de periferie regelmatig buiten het onzekerheidsinterval van de kern ligt. Dit geeft aan dat een uniforme rente, voor zowel de periferie als de kern, niet goed aansluit bij de economische omstandigheden in (één van) beide gebieden. En ten derde kunnen we concluderen dat de grotere dispersie uit figuur 1 voor een belangrijk deel veroorzaakt wordt door de periferie van de eurozone.

Deze verschillen in de mate waarin het uniforme monetaire beleid passend is zijn in lijn met de resultaten van Nechio (2011), die ook vindt dat de Taylor-regel voor de kern vrij dicht bij de beleidsrente van de ECB ligt, terwijl de Taylor-regel voor de periferie veel verder van de beleidsrente ligt. Een verschil met Nechio (2011) is dat onze tijdreeksen tot 2020 lopen. Tevens zien we dat, na de Europese schuldencrisis, de Taylor-regels voor de kern en de periferie dichter bij elkaar liggen, en de onzekerheidsintervallen overlappen. Dat lijkt te duiden op enige convergentie tussen de twee gebieden na 2015.

Amerikaanse staten lijken veel op elkaar

Een vergelijkbare onderverdeling in subgroepen voor de VS laat echter zien dat de (kleinere) dispersie van Taylor-regels niet veroorzaakt wordt door specifieke subgroepen, ondanks het feit dat er ook in de VS grote economische verschillen zijn tussen de individuele staten.

Als maatstaf voor de onderlinge economische verschillen tussen staten gebruiken we de netto-bijdrage aan de federale begroting – gedefinieerd als het verschil tussen de federale belastingen die in een staat geheven worden, en de federale gelden die in de betreffende staat gespendeerd worden. Data van *The Economist* (2011) laten zien dat de gemiddelde jaarlijkse netto-bijdrage aan de federale begroting varieert van +10 procent van het statelijke bbp voor een rijke staat als Minnesota, tot −13 procent voor een arme staat als Mississippi. Tevens correleert de netto-bijdrage positief met het bbp per hoofd van de bevolking in de betreffende staat, dat voor sommige rijke staten twee keer zo groot is als het bbp per hoofd van de bevolking in de armste staten (Van der Kwaak, 2021). Daarom delen we de individuele staten van de VS op in een groep met netto-betalers aan de federale begroting, en een groep met netto-ontvangers. Net als voor de kern en de periferie van de eurozone rekenen we voor deze twee groepen een gemiddelde, bbp-gewogen Taylor-regel uit. De resultaten zijn te zien in figuur 3.

Ten eerste zien we dat de Taylor-regel voor netto-ontvangende staten en die voor netto-betalende staten relatief dicht bij elkaar liggen, en dat de Taylor-regel voor de netto-ontvangers eigenlijk altijd binnen het onzekerheidsinterval van de netto-betalers ligt. Ten tweede zien we dat het onzekerheidsinterval van de netto-betalers bijna altijd binnen het onzekerheidsinterval van de netto-ontvangers ligt. Wel zien we dat het onzekerheidsinterval van de netto-ontvangers iets meer dispersie laat zien dan het onzekerheidsinterval van de netto-betalers. Dat zou te maken kunnen hebben met het feit dat de netto-ontvangende staten over het algemeen minder rijk zijn dan de netto-betalende staten (gemeten naar het bbp per hoofd van de bevolking), en er meer divergentie qua economische activiteit is.

Echter, de conclusie die we kunnen trekken uit figuur 3 is dat de Taylor-regel voor de netto-ontvangende en die

voor de netto-betalende staten dicht bij elkaar liggen, en dat de dispersie tussen verschillende staten niet ingegeven wordt door verschillen tussen deze twee groepen.

Conclusie

We laten zien dat een specifieke subgroep van de eurozone – namelijk de landen in de periferie – ervoor zorgt dat het monetaire beleid van de ECB niet voor de hele unie optimaal is. De dispersie tussen de landen van deze groep is groter dan die in de kern van de eurozone, waar het onzekerheidsinterval relatief klein is en dicht bij de Taylor-regel voor de kern als groep ligt. Dit betekent dat de rente voor de periferie niet goed zal aansluiten op de economische omstandigheden, iets dat duidelijk een nadeel is van het lidmaatschap van een muntunie waarin de onderlinge economische verschillen relatief groot zijn. Dat ligt anders voor de kern van de eurozone, waar een uniform monetair beleid wel goed zou kunnen aansluiten bij de economische omstandigheden van individuele lidstaten.

Hoewel er ook grote economische verschillen zijn tussen de Amerikaanse staten, laat een onderverdeling tussen netto-ontvangers en -betalers aan de Amerikaanse federale begroting zien dat de (minder grote) dispersie van Amerikaanse Taylor-regels niet veroorzaakt wordt door verschillen tussen deze twee groepen. Een mogelijke verklaring voor deze resultaten is het feit dat een federale begroting ervoor kan zorgen dat de impact van zogenaamde asymmetrische schokken (schokken die niet via de centrale beleidsrente opgevangen kunnen worden) gedeeltelijk wel via de federale begroting opgevangen kunnen worden (Mundell, 1961).

Het feit dat de dispersie van individuele Taylor-regels in de eurozone groter is dan die in de VS, en veroorzaakt wordt door een specifieke subgroep, betekent dat de eurozone als muntunie minder goed functioneert dan de dollarzone. Immers, een systematisch verschil tussen de kern en de periferie kan nieuwe, macro-economische onevenwichtigheden in de hand werken, en vergroot daarmee de kans op een nieuwe schuldencrisis (Van der Kwaak, 2018). Tegelijkertijd kunnen lidstaten niet ongecontroleerd failliet gaan *(default)* zonder de eurozone te moeten verlaten. In de VS kunnen staten dat wel zonder de dollarzone te hoeven verlaten (Van der Kwaak, 2018; 2020; 2021), omdat er ten eerste geen band is tussen zwakke banken en zwakke overheden dankzij het bestaan van federaal schuldpapier; en ten tweede de helft van de publieke uitgaven op federaal niveau plaatsvindt (Escolano et al., 2014), waardoor de macroeconomische impact van een faillissement van een individuele staat minder groot is. Gegeven de kans op nieuwe schuldencrises, is het van belang om de eurozone zodanig te hervormen dat lidstaten in de toekomst wel ongecontroleerd failliet kunnen gaan zonder de eurozone gedwongen te verlaten.

Literatuur

Ahlborn, M. en M. Wortmann (2018) The core-periphery pattern of European business cycles: a fuzzy clustering approach. *Journal of Macroeconomics*, 55, 12–27.

Bruegel (2013) *–15% to +4%: Taylor-rule interest rates for euro area countries*. Blog post op www.bruegel.org, 18 september.

De Grauwe, P. (2007) *Economics of Monetary Union*, 7e editie. Oxford: Oxford University Press, p. 220.

ECB (2015) Real convergence in the euro area: evidence, theory and policy implications. *ECB Economic Bulletin*, (2015)5, 30–45.

Escolano, J., D. Benedek, H. Jin en C. Mulas Granados (2014) Distribution of fiscal responsibilities in federations. In: C. Cottarelli en M. Guerguil (red.), *Designing a European Fiscal Union*. Londen: Routledge, p. 13–59.

Kwaak, C. van der (2018) Nederland moet kiezen tussen eurobonds of euro-exit. *ESB*, 103(4764), 344–347.

Kwaak, C. van der (2020) Alleen giften lossen de fundamentele eurozone-problemen niet op. *ESB*, 105(4788), 379.

Kwaak, C. van der (2021) *Verdere fiscale integratie is een politieke keuze*. Artikel op sites.google.com/site/christiaanvanderkwaak, 12 maart.

Maza, A. en B. Sanchez-Robles (2013) The European Central Bank monetary policy and the Taylor Rule, 1999–2009. *Revista de Economía Mundial*, 32, 179–193.

Moons, C. en A. Van Poeck (2008) Does one size fit all? A Taylor-rule based analysis of monetary policy for current and future EMU members. *Applied Economics*, 40(2), 193–199.

Mundell, R.A. (1961) A theory of optimum currency areas. *The American Economic Review*, 51(4), 657–665.

Nechio, F. (2011) *Monetary policy when one size does not fit all*. FRBSF Economic Letter 2011-18. Te vinden op www.frbsf.org.

Schout, A. en A. van Riel (2020) De houdbaarheid van de euro ligt bij de lidstaten. *ESB*, 105(4788), 368–371.

Taylor, J.B. (1993) Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214.

The Economist (2011) The red and the black, America's fiscal union. *The Economist*, 1 augustus.

Structurele verschillen tussen lidstaten vereisen meer gezamenlijk beleid

De snelle gemeenschappelijke en voorwaardelijke begrotingsreactie van de eurolanden op de coronacrisis in 2020 was essentieel om de economische schade te beperken. Deze dient als blauwdruk voor de toekomst.

IN HET KORT

- De gezamenlijke munt verschuift het vermogen om een sluitende begroting te maken naar het productievere Noorden.
- De verschillen in de eurozone vereisen een permanent kader om schokken op te vangen en verdere divergentie te voorkomen.

ENRICO PEROTTI
Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam (UvA)

OSCAR SOONS
Promovendus aan de UvA

De eurozone is een monetaire unie tussen landen die structureel verschillen. Deze structurele verschillen hebben economische consequenties: ze leiden tot een geleidelijke herverdeling van de begrotingscapaciteit – het vermogen om een sluitende begroting te maken – van periferie naar kern. Deze herverdeling rechtvaardigt conditionele budgettaire solidariteit in crisistijden, of een permanent ruimere gemeenschappelijke begroting voor economische stabilisatie.

Diversiteit in de eurozone is semipermanent

De diversiteit in de eurozone wordt weerspiegeld in comparatieve voor- en nadelen – hetgeen de handel bevordert, maar ook in verschillen wat betreft de kwaliteit van publieke instituties. Figuur 1 toont een hardnekkige kloof in de kwaliteit van publieke instellingen vanaf de invoering van de euro, die wijst op een capaciteitsverschil van het openbaar bestuur en in de sociale cohesie. In de publieke perceptie zijn de institutioneel sterkere landen de kernlanden, en de zwakkere landen de perifere landen. Het gebrek aan convergentie in de institutionele kwaliteit bevestigt dat sociale en politieke instellingen blijvend zijn, en dat ze meerdere generaties nodig hebben om zich aan te passen (North, 1990; Williamson, 2000).

Verschuiving productieve prikkels

Politieke systemen met sterkere instituties zijn beter in het versterken van productieve prikkels (Acemoglu et al., 2005), terwijl politieke systemen met zwakkere instituties minder efficiënt zijn, en geneigd zijn tot een hogere mate van schuldfinanciering (Alesina en Perotti, 1995).

Dat zien we ook in de eurozone. Zwakkere landen ervaren een toename van de begrotingslast als gevolg van minder concurrentievermogen, terwijl ze tegelijkertijd goedkoper schuld kunnen uitgeven om de overheidsuitgaven te financieren. Sinds de euro-integratie hebben perifere landen hun totale schuldposities uitgebreid (figuur 2). Echter, minder concurrentievermogen leidt tot een lagere economische groei, en dus tot minder belastinginkomsten en een lagere begrotingscapaciteit. Het is door de euro dus ook moeilijker om de schuld terug te betalen.

De sterkere economieën profiteren economisch vanwege een permanent gedevalueerde munt, en dus neemt hun begrotingscapaciteit toe. Een verborgen concurrentiestimulans voor de kernlanden ontstaat doordat de waarde van de euro de fundamentele economische ontwikkelingen van alle lidstaten weerspiegelt. Figuur 3 toont in de periode vanaf de invoering van de euro dat de waarde van de valuta in de kernlanden relatief afneemt ten opzichte van de periferie. Door deze lagere waarde hebben de kernlanden een relatief 'goedkopere' munt gekregen – en daardoor een competitievere positie. In de periode 2012–2019 is dit tijdelijk voor een deel gecompenseerd door het gevoerde monetair beleid.

Het concurrentievoordeel wordt bevestigd door de grote netto-handelswinsten van de kernlanden, vergeleken met de perifere landen. Figuur 4 toont de divergentie in de handelsbalansen sinds de euro. De positieve handelsbalans van de kernlanden neemt structureel toe. De landen in de periferie vertonen vooral in de periode 1999–2008 een sterkere negatieve balans. Dit levert direct bewijs van een structurele verschuiving na de invoering van de euro. Ook hier geldt overigens dat de structurele scheefgroei tijdelijk gecompenseerd wordt door het gevoerde monetair beleid in de periode 2012-2019.

De Europese muntunie is dus van meet af aan een onzichtbare transfer-unie, die de begrotingscapaciteit van de periferie naar de kern overhevelt. In Perotti en Soons (2020) formaliseren wij het inzicht dat een monetaire unie tussen uiteenlopende landen niet alleen tot economische integratie leidt, maar ook de productieve prikkels verschuift.

Historische precedenten

De divergentie in handelsbalansen van de eurolanden is in overeenstemming met de historische ervaringen met scherpe wisselkoers-herwaarderingen, die tot lange vertragingen in de benodigde economische aanpassing en tot een per-

manent verlies van concurrentievermogen hebben geleid. In 1925 herstelde Churchill de koppeling van de pond sterling aan de goudprijs – tegen het advies van Keynes in, die terecht economische moeilijkheden voorzag als gevolg van een overgewaardeerde wisselkoers vanwege een monetaire en institutionele rigiditeit (Keynes, 1925). In de jaren zeventig leidden aardgasvondsten in Nederland tot een revaluatie van de gulden, een sterke stijging van de lonen en de overheidsuitgaven, een stijging van de prijzen van niet-verhandelde goederen, de-industrialisatie, en zelfs een zeldzaam tekort op de lopende rekening (de *Dutch disease*, zie Van Wijnbergen (1984)). Terwijl de markten zich dus gemakkelijk aanpassen aan economische schokken, veranderen diepgewortelde instituties veel langzamer.

Steun in crisistijd is gepast

De coronacrisis bleek een bepalend moment voor de cohesie van de eurozone. Een gezamenlijke reactie was noodzakelijk, mede door de opgebouwde verschillen in begrotingscapaciteit en reële schulden. De snelle gemeenschappelijke en voorwaardelijke begrotingsreactie in 2020, als ondersteuning van de nationale noodmaatregelen (NextGenerationEU), heeft de economische en sociale schade in alle lidstaten beperkt. Deze interventie erkende zowel een legitiem gebruik van compenserende begrotingsoverdrachten, als de noodzaak van een geloofwaardig beleid met betrekking tot dat gebruik ervan. Deze interventie dient als blauwdruk voor de toekomst.

De inval van Rusland in Oekraïne is een vergelijkbare uitdaging voor de cohesie in de EU, onder andere omdat deze inval de onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod in het economische herstel na de pandemie heeft verergerd. De gemeenschappelijke reactie en interne lastenverdeling onderschrijven de keuze voor cohesie, en waarborgen de sociale en economische veerkracht van de eurozone.

Toekomst

In de toekomst zou een overeenstemming over de uitgifte van een gemeenschappelijke overheidsschuld, om gemeenschappelijke uitgaven en begrotingssteun te financieren, een permanent kader kunnen bieden om schokken op te vangen en een verdere divergentie in tijden van nood te voorkomen. Dat zou alle lidstaten ten goede komen. Gezamenlijke schuldduitgifte vergt echter wel een herziening van het begrotingskader van de EU, omdat het van essentieel belang is dat begrotingssteun aan behoorlijk bestuur onderworpen wordt.

Literatuur

Acemoglu, D., S. Johnson en J.A. Robinson (2005) Institutions as a fundamental cause of long-run growth. In: P. Aghion en S.N. Durlauf (red.), *Handbook of economic growth*, deel 1A. Amsterdam: North-Holland, p. 385–472.

Alesina, A. en R. Perotti (1995) The political economy of budget deficits. *IMF Staff Papers*, 42(1), 1–31.

Keynes, J.M. (1925) *The economic consequences of Mr. Churchill*. Londen: L. and V. Woolf.

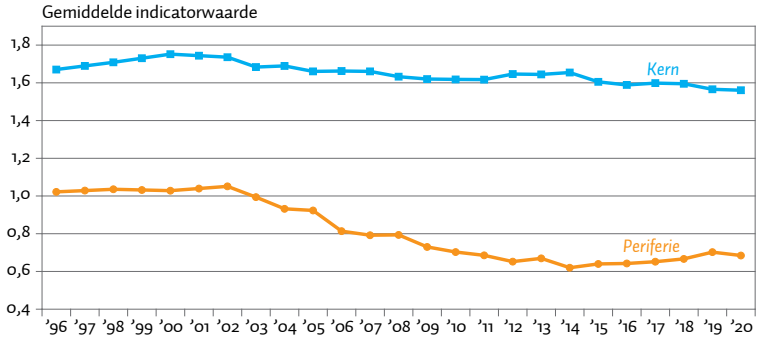
North, D.C. (1990) *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press.

Perotti, E. en O. Soons (2020) *The political economy of a diverse monetary union*. CEPR Discussion Paper, DP13987.

Wijnbergen, S. van (1984) The 'Dutch Disease': a disease after all? *The Economic Journal*, 94(373), 41–55.

Williamson, O.E. (2000) The new institutional economics: taking stock, looking ahead. *Journal of Economic Literature*, 38(3), 595–613.

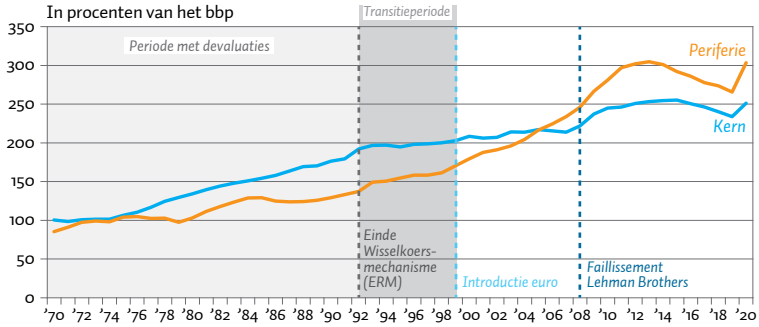
Kwaliteit van publieke instellingen FIGUUR 1



Noot: De figuur toont het gemiddelde van de kernlanden Duitsland, Nederland, Finland en Oostenrijk en van de perifere landen Spanje, Portugal, Italië en Griekenland

Data: Wereldbank | ESB

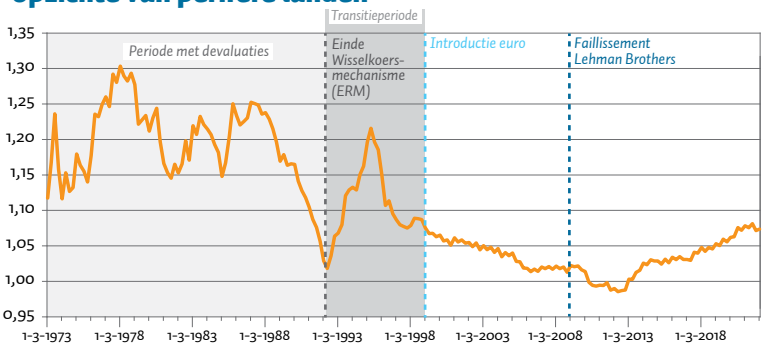
Totale schuld (overheid en privaat) FIGUUR 2



Noot: De figuur toont het gemiddelde van de kernlanden Duitsland, Nederland, Finland en Oostenrijk en van de perifere landen Spanje, Portugal, Italië en Griekenland

Data: IMF | ESB

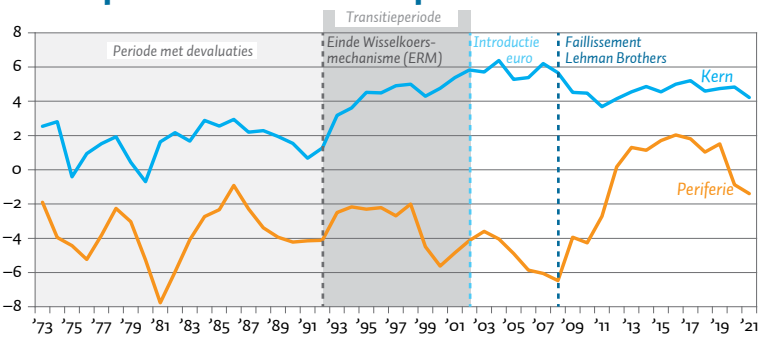
Reële effectieve wisselkoers kernlanden ten opzichte van perifere landen FIGUUR 3



Noot: De figuur toont het gemiddelde van de kernlanden Duitsland, Nederland, Finland en Oostenrijk en van de perifere landen Spanje, Portugal, Italië en Griekenland

Data: Bank of International Settlements | ESB

Saldo op handelsbalans kern en periferie FIGUUR 4



Noot: De figuur toont het gemiddelde van de kernlanden Duitsland, Nederland, Finland en Oostenrijk en van de perifere landen Spanje, Portugal, Italië en Griekenland

Data: Wereldbank | ESB

Monetaire normalisering biedt kans om eurozone substantieel te versterken

Na jaren van expansief beleid dwingt de hoge inflatie de Europese Centrale Bank (ECB) om de monetaire verhoudingen te normaliseren. Wat moet de centrale bank nu doen met de opgekochte staatsschuld? En hoe kan ze de liquiditeitsreserves van het bankwezen tot normale verhoudingen terugbrengen? Een voorstel.

IN HET KORT

- De ECB kan de opgekochte staatsschuld op de balans laten staan en de liquiditeit beperken door zelf effecten uit te geven.
- Zo'n nieuwe markt in ECB-effecten maakt het mogelijk om het openmarktbeleid voortaan uitsluitend in deze markt uit te voeren.
- In het Europese verdrag moet dan worden vastgelegd dat de ECB geen schuld van lidstaten meer mag opkopen.

WIM BOONSTRA
Econoom bij de Rabobank en hoogleraar aan de Vrije Universiteit Amsterdam

BAS VAN GEFFEN
Econoom bij de Rabobank

In 2015 startte de Europese Centrale Bank (ECB) een zeer expansief monetair beleid om de economie aan te jagen en het deflatiegevaar af te wenden. Het al bestaande instrument van de *Longer Term Refinancing Operations* (LTRO), waarmee de ECB goedkope langlopende financiering aan banken verschaft, werd daarbij grootschalig ingezet. Verder werden grootschalig effecten in de (secundaire) kapitaalmarkt opgekocht, onder het zogeheten *Asset Purchase Programme* (APP), ook aangeduid als 'kwantitatieve verruiming'. Een groot deel betrof overheidsschuld onder het *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) dat een deelprogramma van het APP is. Door dit beleid is de balans van het Eurosysteem (ECB plus nationale centrale banken eurozone) enorm gegroeid (figuur 1).

Als een centrale bank effecten opkoopt, leidt dit per definitie tot een toename van de liquiditeitsreserves van de hierbij betrokken banken (Boonstra en Van Schoot, 2016). Dit effect kwam bovenop de ruimere liquiditeitsverhoudingen als gevolg van de grotere inzet van de LTRO.

Nu het tijdperk van een (te) lage inflatie abrupt is afgesloten en de centrale banken wereldwijd worstelen met zeer ruime monetaire verhoudingen, rijst de vraag hoe de ECB de monetaire verhoudingen het beste kan normaliseren. Voor de ECB is de uitdaging daarbij tweeledig. Ze moet ten eerste een antwoord vinden op de vraag hoe ze moet omgaan met de opgekochte staatsschuld. Maar ze moet ook de liquiditeitsreserves van het bankwezen tot normale verhoudingen terugbrengen om het inflatoire gevaar dat daar vanuit gaat te neutraliseren. De beleidsuitdaging raakt dus zowel aan het begrotingsbeleid als aan het monetaire beleid.

Wat tot dusver onderbelicht is gebleven, is dat de ontstane situatie ook mogelijkheden biedt om de financiële architectuur van de eurozone fundamenteel te versterken. In dit artikel doen we een voorstel voor hoe de ECB de monetaire verhoudingen kan normaliseren op een manier die het begrotingsbeleid niet onnodig belast, de eurozone versterkt en de begrotingsdiscipline verbetert.

Het schuldvraagstuk

Onder het PSPP heeft het Eurosysteem voor een bedrag van ruim 2.500 miljard euro aan overheidsschuld opgekocht. Dit deel van de staatsschuld heeft eigenlijk geen relevantie meer. Van de ruim 125 miljard euro aan door het Eurosysteem opgekochte Nederlandse staatsschuld staat tachtig procent op de balans van De Nederlandsche Bank (DNB). Het Ministerie van Financiën betaalt over dit bedrag rente en aflossing aan DNB. Deze transactie draagt bij aan de winst van DNB – en die wordt uiteindelijk afgedragen aan haar aandeelhouder, te weten de Nederlandse Staat. Het is een vestzak-broekzak-transactie geworden binnen het overheidscomplex (Boonstra en Van Schoot, 2016 (deel 7); De Grauwe, 2021).

Het Eurosysteem heeft in de kern vier opties wat betreft de omgang met de opgekochte staatsschuld. Ten eerste kan het besluiten om deze weer actief te verkopen. De lidstaten zullen dan de collectieve lasten moeten verhogen om de aflossing te financieren, wat zal leiden tot een onnodige verzwaring van het begrotingsbeleid. Ook zal het waarschijnlijk leiden tot forse onrust in de financiële markten.

Ten tweede kan het de opgekochte schuld passief op zijn balans laten staan, en deze schuld geleidelijk laten vervallen. Hieraan kleven in de kern dezelfde nadelen, al zal de marktturbulentie kleiner zijn. Als bijkomend nadeel speelt dat het decennia zal duren voordat alle opgekochte schuld is vervallen.

De derde optie is het simpelweg afschrijven van de opgekochte staatsschuld. Deze afschrijving zou in mindering moeten worden gebracht op het eigen vermogen van het Eurosysteem. Dat zou leiden tot een fors negatief eigen vermogen van de centrale bank. Dit zou het schrikbeeld kunnen oproepen dat de centrale bank afhankelijk zou

worden van financiering door de overheid, wat haar politieke onafhankelijkheid in gevaar kan brengen. Daarom valt deze optie op voorhand af.

De vierde optie – die wij prefereren – is dat het Eurosysteem de opgekochte schuld, onder voorwaarden, voor altijd op zijn balans laat staan. Als de ECB bijvoorbeeld zou besluiten om de opgekochte staatsschuld van de EMU-lidstaten om te zetten in een eeuwigdurende lening, dan hoeft deze niet meer worden afgelost en kunnen de voor het beleid relevante publieke-schuldratio's van alle lidstaten worden verminderd met het door het Eurosysteem opgekochte deel van hun staatsschuld.

Het eeuwig op de ECB-balans houden van de opgekochte staatsschulden betekent een majeure *bail-out*. Het is als het ware een reset van de schuldposities van de lidstaten, waarbij de relevante schuldratio's terugkeren naar het niveau van voor de coronacrisis. Figuur 2 laat zien wat deze actie zou betekenen voor de publieke-schuldratio's van de lidstaten van de eurozone.

Het eeuwigdurend maken van de opgekochte staatsschuld zal niet leiden tot een nieuwe inflatoire druk: voor zover het opkoopprogramma tot inflatie heeft geleid, zit dit al in het huidige prijspeil verwerkt. Het nadeel van deze stap is wel duidelijk een *moral hazard*: lidstaten kunnen het zien als signaal dat ze straffeloos schulden kunnen aangaan. Dat moet worden voorkomen (kader 1).

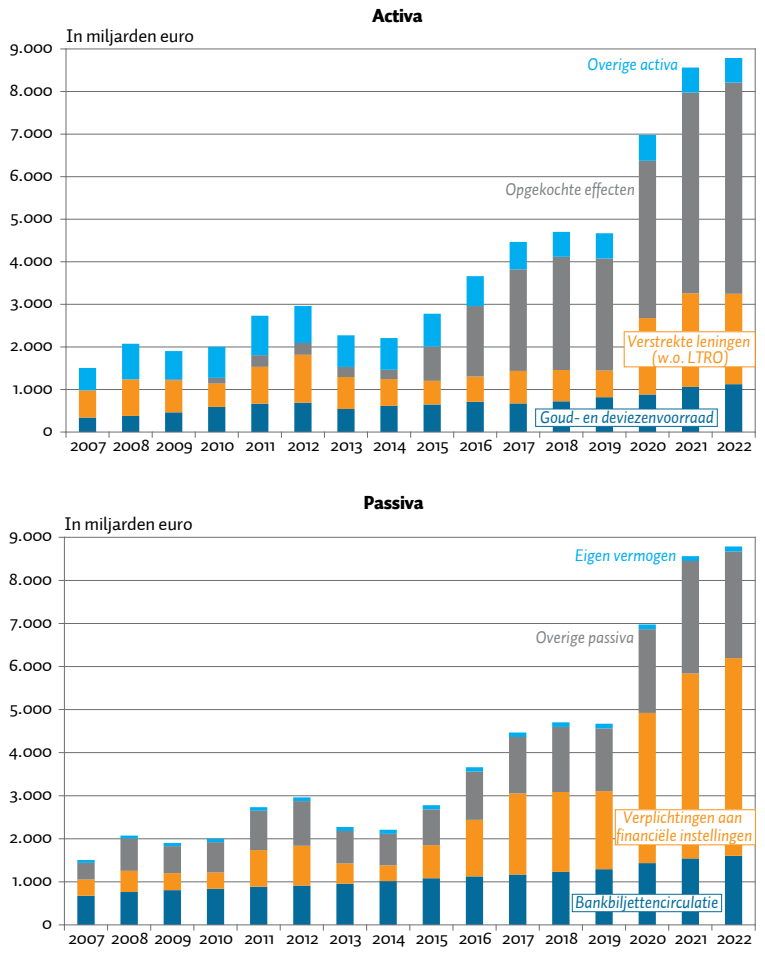
Het liquiditeitsvraagstuk

Door het PSPP is niet alleen de post opgekochte staatsschuld (actiefzijde) vergroot, maar zijn ook de liquiditeitsreserves van de banken aan de passiefzijde van de balans van het Eurosysteem fors toegenomen. Het verkleinen van de bancaire liquiditeit is nu door de snel opgelopen inflatie urgenter geworden. Maar hoe kan de ECB deze liquiditeit terugdringen als ze besluit om de opgekochte staatsschuld op de balans van het Eurosysteem te laten staan? Daarvoor zijn drie varianten.

De eerste variant kan het afbouwen van de eerdergenoemde LTRO zijn. Dit heeft direct een verkrappend effect op de geldmarkt, maar is niet groot genoeg.

De tweede variant is dat het Eurosysteem de liquiditeit van de bancaire reserves verkleint door deze voor een deel vast te leggen in langer lopende deposito's. Dit heeft de ECB in het verleden ook al eens gedaan. Bij deze variant gaan wij uit van de veronderstelling dat het Eurosysteem de opgekochte staatsschuld voorlopig, of misschien wel voor altijd, op zijn balans laat staan. Deze variant om de liquidi-

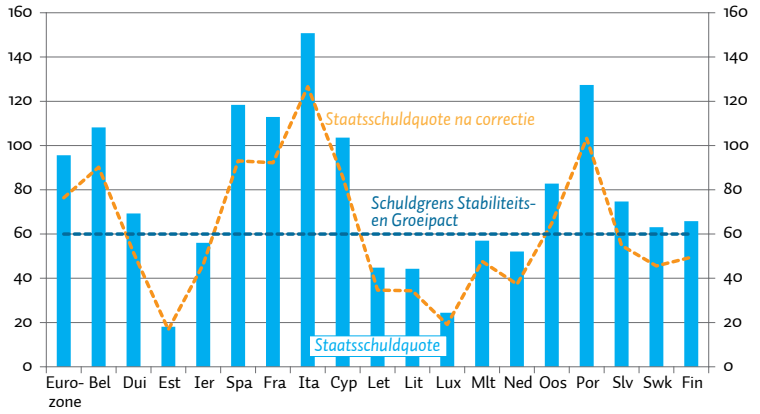
De balans van het Eurosysteem FIGUUR 1



Data: ECB | ESB

Publieke-schuldratio's van lidstaten vóór en na de afschrijvingscorrectie

FIGUUR 2



Data: ECB en Eurostat | ESB

Voorkomen aantasting begrotingsdiscipline

KADER 1

Het feitelijk afboeken van de door het Eurosysteem opgekochte staatsschuld kan voorkomen dat het begrotingsbeleid in de eurozone onnodig restrictief wordt, maar het introduceert wel een sterk element van moral hazard, wat de begrotingsdiscipline verder kan aantasten. Dat probleem kan langs de volgende lijnen worden opgelost.

Ten eerste hebben veel landen ook na de voorgestelde schuldcorrectie nog een staatsschuldquote, die ruim boven de zestig procent van het bbp ligt. Zij moeten dus nog steeds budgettair orde op zaken stellen. Het is denkbaar dat alleen landen die zich houden aan de begrotingsafspraken worden 'beloond' met het omzetten van een deel van de opgekochte staatsschuld in een eeuwigdurende lening. Maar zodra het begrotingsbeleid verslapt, houdt deze omzettingsactie op.

Ten tweede moet het vooraf glashelder zijn dat de ECB niet nogmaals een massale opkoopoperatie van staatsschuld zal beginnen. Dit moet daarom in de Europese wetgeving worden vastgelegd. Het disciplineren van de lidstaten moet dan worden overgelaten aan de financiële markten, zoals oorspronkelijk de bedoeling was. Dit vereist wel dat de omstandigheden worden gecreëerd waarin de ECB haar monetaire beleid kan uitvoeren, zonder dat ze daarbij staatsschuld van individuele lidstaten hoeft op te kopen.

teit af te bouwen heeft dus vrijwel uitsluitend effect op de passiefzijde van de balans van het Eurosysteem.

De derde, naar onze mening te prefereren, variant, gaat nog één stap verder dan de tweede. De centrale bank kan de termijndeposito's waarin ze een deel van de bancaire reserves vast legt verhandelbaar maken, oftewel ze omzetten in verhandelbare effecten. Deze stap lijkt door de ECB nog niet echt te zijn onderzocht.

Bij de laatste twee varianten neemt het balanstotaal van het Eurosysteem dus niet af, maar vindt aan de passiefzijde van de balans substitutie plaats tussen bancaire liquiditeitsreserves en respectievelijk termijndeposito's en ECB-effecten (kader 2). Ervaring in andere landen leert dat de laatste variant – de uitgifte van effecten door de centrale bank – een zeer marktconforme vorm van openmarktbeleid betreft. Bij nadere beschouwing zal ook naar voren komen dat een succesvolle inzet van ECB-effecten als neveneffect een versterking van de Europese kapitaalmarkt oplevert.

Centralebankeffecten

Hoewel de ECB tot dusver geen eigen verhandelbaar schuldpapier heeft uitgegeven, is het geen nieuw instrument. Zo'n dertig procent van de centrale banken wereldwijd geven eigen effecten uit. Het is, volgens auteurs van het IMF, een van de meest marktvriendelijke instrumenten van het openmarktbeleid (Gray en Pongsaparn, 2015). Het wordt bijvoorbeeld veel gebruikt in opkomende markten, met name als een te grote instroom van buitenlands kapitaal dreigt te leiden tot een ongewenste expansie van de liquiditeitsreserves van het bankwezen. Maar ook ontwikkelde economieën gebruiken dit instrument, waaronder Japan, Zuid-Korea, Zweden en Zwitserland.

Het voordeel van het uitgeven van effecten door de centrale bank is vooral dat het een relatief soepele vorm is om de geldmarkt te reguleren. Deze centralebankeffecten tellen niet mee met de bancaire reserves en behoren ook niet tot de monetaire basis (aggregaat M0).

Verder zijn centralebankeffecten, naast het door de overheid uitgegeven schuldpapier, de meest veilige belegging. Er zijn landen waar de centrale bank effecten uitgeeft om de financiële markten van een goede maatstaf *(benchmark yieldcurve)* te voorzien. Daarmee ontstaat een markt voor zeer veilige en liquide effecten met verschillende looptijden. Veel centrale banken beperken zich daarbij tot het uitgeven van effecten met een korte looptijd, zoals de SNB, maar dit is niet noodzakelijk. In Chili, bijvoorbeeld, heeft de centrale bank zelfs obligaties met een looptijd tot twintig jaar uitgegeven. (Gray en Pongsaparn, 2015).

De eurozone heeft nog geen volwaardige benchmark, omdat er geen centrale overheidsinstelling is die grootschalig EMU-brede schuld emitteert. Daarin is de eurozone in de wereld van ontwikkelde economieën uniek.

ECB-effecten als common safe asset

Het uitgeven van effecten door de ECB zou betekenen dat Europa eindelijk stappen zou zetten naar de grootschalige invoering van een zogeheten *common safe asset,* als fundament van de Europese kapitaalmarkt. Het betreft namelijk het verhandelbaar maken van de publieke schuld van de gezamenlijke lidstaten, die onder het APP van de ECB feitelijk al is gemutualiseerd. De schuld staat immers al op de balans van het Eurosysteem. Het verschil ten opzichte van de huidige situatie is dat de opgekochte staatsschuld na invoering van ECB-effecten wordt gefinancierd door verhandelbare effecten, in plaats van door een bij de ECB aangehouden rekening.

De discussie over common safe assets in de eurozone is al oud. Zo is geopperd om de overheidsschuld van de lidstaten te financieren via een uitgifte van gezamenlijke schuld, waarbij de lidstaten een opslag op de totale financieringskosten zouden moeten betalen, die moest afhangen van de kwaliteit van hun overheidsfinanciën (Boonstra, 1991; Muellbauer, 2013).

Uitgifte van gemeenschappelijke schuld in de eurozone is tot dusver echter een politiek vrijwel onbegaanbare weg gebleken. Wel is in 2020 een begin gemaakt met de uitgifte van gemeenschappelijke schuld ter financiering van het zogeheten NGEU-fonds *(Next Generation EU)* ter grootte van maximaal 750 miljard euro. Hoewel dit een belangrijke stap vooruit is, is de omvang van het NGEU-fonds nog te bescheiden om de eurozone een goed ontwikkelde markt voor overheidspapier te verschaffen.

Het probleem is dat het politieke debat over gemeenschappelijke-schulduitgifte tot dusver vrijwel altijd ging over het helpen van de zwakkere lidstaten bij het financieren van hun overheidstekorten.

Het besef dringt maar langzaam door dat een stevige markt voor hoogwaardig en EMU-breed gegarandeerd schuldpapier op zichzelf van groot belang is voor de Europese kapitaalmarkt. De afwezigheid ervan is een belangrijke reden waarom de Europese Kapitaalmarktunie maar moeizaam van de grond komt.

Met de uitgifte van kortlopende ECB-effecten zou met name de geldmarkt van een stevig fundament zijn voorzien (Hardy, 2020). De ECB zou ook direct langer lopende obligaties kunnen uitgeven, zoals dat in Korea of Chili gebeurt. Maar wellicht is het beter om te beginnen met kortere looptijden. Niet alleen om de marktreactie te peilen en gaandeweg meer ervaring op te doen, maar ook om de politieke gevoeligheden niet onnodig aan te wakkeren. Want het mag worden verwacht dat de Europese politiek de uitgifte van ECB-effecten aanvankelijk met argwaan zal bekijken, omdat het wellicht wordt gezien als een achterdeurtje naar het gezamenlijk uitgeven van staatsschuld. De uitgifte van ECB-effecten betekent echter géén verdere mutualisering van staatsschuld.

Zodra de markt voor ECB-effecten voldoende is ontwikkeld, kan de centrale bank zich in haar openmarktoperaties beperken tot het uitgeven of opkopen van haar eigen effecten. Het is dan niet meer nodig om door de lidstaten uitgegeven schuld op te kopen. Dit zal de ECB weer op gepaste afstand van de politiek plaatsen.

Tegelijkertijd wordt, met de aanwezigheid van de nieuwe markt in ECB-effecten, het risico dat de euro uit elkaar valt sterk gereduceerd. Als duidelijk is dat de ECB geen staatsschuld van lidstaten meer zal opkopen, dan zal de marktdiscipline binnen de eurozone aanzienlijk worden versterkt. Daartoe moet wel een expliciet verbod in het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie worden opgenomen dat de ECB geen staatsschuld meer mag opkopen. Dit laatste is essentieel. Want zonder zo'n expliciet verbod is het gevaar te groot dat de schuldreductie de begrotingsdiscipline in de eurozone verder uitholt. Een lidstaat die in de problemen raakt, kan zich dan nog steeds wenden tot het Europese Stabiliteitsmechanisme (ESM), maar niet meer tot de ECB.

Conclusie

Na de heftige opleving van de inflatie staat de verkrapping van het monetaire beleid in Europa weer met nadruk op de agenda. Daarbij rijst de vraag hoe de ECB zou kunnen terugkeren naar een normale situatie, met als deelvragen hoe ze om moet gaan met de door haar opgekochte staatsschuld en, meer acuut, hoe ze de overliquiditeit in de geldmarkt zou kunnen terugdringen.

Wat betreft de opgekochte staatsschuld is ons voorstel om deze voor altijd op de balans van het Eurosysteem te laten staan, en om de publieke-schuldquotes van de lidstaten daarvoor eenmalig te corrigeren. Daarbij moeten wel condities worden ingebouwd om moral hazard te vermijden.

Het verminderen van liquiditeit in de markt kan de ECB het beste bewerkstelligen door – naast het afbouwen van de LTRO's – bancaire liquiditeitsreserves om te zetten in verhandelbare effecten, namelijk ECB-effecten. Het uitgeven van eigen effecten is reeds staande praktijk bij veel centrale banken, en wordt gezien als een van de minst verstorende vormen van openmarktbeleid. Het biedt de EU ook een gelegenheid om de Europese financiële markten nu eindelijk eens van een stevig fundament te voorzien.

Voor liquiditeitsverruimende en -verkrappende operaties kan de ECB dan voortaan gebruikmaken van het verkopen of kopen van door haarzelf uitgegeven ECB-effecten. Daarvoor zijn interventies in door de lidstaten uitgegeven staatsschuld niet meer nodig. Dit zou de ECB ook weer op gepaste afstand van de politiek plaatsen.

Om de marktdiscipline binnen de eurozone te vergroten, moet in het Europese verdrag worden vastgelegd dat de ECB in de toekomst ook geen schuld van individuele lidstaten meer mag opkopen. Voor de lidstaten is de deal glashelder: als wortel een eenmalige reductie van de beleidsmatig relevante publieke-schuldquote met 25 procent, maar als stok een sterkere tucht vanuit de financiële markten. Het zal de eurozone sterker en stabieler maken.

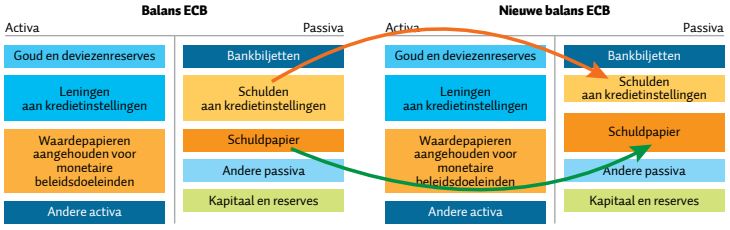
Een gestileerde weergave van de uitgifte van ECB-effecten

KADER 2

Figuur 3 illustreert hoe de uitgifte van ECB-effecten kan worden ingezet om overliquiditeit van het bankwezen te verminderen. Er vindt substitutie plaats aan de passiefzijde van de balans van de ECB, waarbij de post liquiditeitsreserves afneemt en de post uitgegeven effecten toeneemt. Het instrument is zeer flexibel, het kan ook worden gebruikt om de geldmarkt te verruimen. Zodra de centrale bank stopt met het uitgeven van nieuwe effecten of – zoals onder meer de Zwitserse centrale bank (SNB) wel eens heeft gedaan – ze actief opkoopt op de (secundaire) markt, dan neemt de bancaire liquiditeit weer toe. De ECB zou dus, als ze een flinke hoeveelheid aan ECB-effecten heeft uitgegeven, de monetaire condities snel en fors kunnen verruimen (of verkrappen), zonder dat ze opnieuw staatsschuld van lidstaten hoeft te kopen of te verkopen.

Substitutie aan de passiefzijde van de balans door de uitgifte van ECB-effecten

FIGUUR 3



| ESB

Literatuur

Boonstra, W.W. (1991) The EMU and national autonomy on budget issues: an alternative to the Delors and the free market approaches, in: R. O'Brien en S. Hewin (eds.) *Finance and the International Economy*. Oxford University Press, 209–224.

Boonstra, W.W. en D.S. van Schoot (2016) *Geld scheppen met Boonstra en Van Schoot*. Deel 5 en 7. Dossier te vinden op esb.nu.

De Grauwe, P. (2021) *Debt cancellation by the ECB: does it make a difference?* SUERF Policy Brief, 55. Te vinden op www.suerf.org.

Gray, S. en R. Pongsaparn (2015) *Issuance of central bank securities: international experiences and guidelines*. IMF Working Paper, WP/15/106.

Hardy, D.C. (2020) *ECB Debt Certificates: the European counterpart to US T-bills*. University of Oxford, Department of Economics Discussion Paper, 913.

Muellbauer, J. (2013) Conditional eurobonds and the eurozone sovereign debt crisis. *Oxford Review of Economic Policy*, 29(3), 610–645.

Pas gematigd monetarisme toe in de eurozone

Het macro-economische beleid in de eurozone werd sinds de financiële en eurocrisis gekenmerkt door een excessief beroep op monetair beleid, terwijl er door overheden een krap budgettair beleid werd gevoerd. Het gematigd monetarisme, een denkkader uit de geschiedenis van het economisch denken in Nederland, biedt handvatten voor een evenwichtigere beleidsmix.

IN HET KORT

- Bezien vanuit het gematigd monetarisme was vóór de coronapandemie het beleid in de eurozone niet zaligmakend.
- Zowel de budgettaire als de loonruimte moet beter benut worden in tijden van beperkte economische groei en lage inflatie.

NIELS VAN KEMENADE
Econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB)

FONS VAN OVERBEEK
Econoom bij DNB

OLAF SLEIJPEN
Directeur Monetaire zaken en Hoofdeconoom bij DNB

De macro-economische omgeving in de Economische en Monetaire Unie (EMU) van het afgelopen decennium werd gekenmerkt door periodes van economische tegenwind, aanhoudend lage rentes rond de effectieve ondergrens, inflatie die onder de doelstelling van centrale banken bleef, en door een bij de groei achterblijvende loonstijging. Dit alles vond plaats tegen een achtergrond van de overheden van eurolanden die de budgettaire broekriem aantrokken. Monetair en budgettair beleid werkten zodoende in tegenovergestelde richting.

Mede door deze institutionele architectuur ziet de eurozone zich in de nasleep van de financiële en eurocrisis geconfronteerd met een tekort aan macro-economische stabilisatiecapaciteit. In de EMU zijn er drie belangrijke macro-economische beleidsvelden belegd op verschillende niveaus. Het monetaire beleid wordt op Europees niveau bepaald door de Europese Centrale Bank (ECB). Het loon- en prijsbeleid is een geheel nationale aangelegenheid, zonder noemenswaardige coördinatie tussen lidstaten. Het begrotingsbeleid is op nationaal niveau belegd, maar wel met Europese begrotingsregels die voor enige coördinatie zorgen. Deze taakverdeling maakt maatwerk mogelijk, maar heeft als keerzijde dat het de onderlinge coördinatie kan bemoeilijken. Tegen de achtergrond van een omvangrijke procyclische budgettaire consolidatieslag werden de onderliggende economische onevenwichtigheden slechts beperkt aangepakt. Hierdoor kwamen de productiviteitsverhogende investeringen en hervormingen moeilijk van de grond, en werd de beschikbare loonruimte met mate gebruikt.

Het gevolg van het tekort aan macro-economisch stabilisatiebeleid was dat zowel groei als inflatie in de eurozone persistent laag is gebleven. Dit, ondanks de forse inzet van onconventionele maatregelen van de ECB. Hoewel de eurozone wat betreft onconventioneel monetair beleid internationaal beslist geen uitzondering vormt, bleef de economische groei achter en was de inflatie lager ten opzichte van andere ontwikkelde economieën. Hierdoor moest het monetaire beleid in een uitdagende macro-economische omgeving alle zeilen bij moest zetten om prijsstabiliteit te bewerkstelligen.

De vraag rijst dan ook hoe de Europese beleidsmix kan worden verbeterd. In dit artikel betogen we dat het gematigd monetarisme, een Nederlands monetair denkkader, veel handvatten biedt.

Gematigd monetarisme

De situatie waarin alle zeilen moeten worden bijgezet om deflatie te voorkomen, roept herinneringen op aan zo'n vijftig jaar geleden, toen de economische situatie gespiegeld was. Destijds was de inflatie persistent hoog, was er sprake van een loon-prijsspiraal en liepen de overheidstekorten op (Middendorp, 2022).

De stagflatie was voor Jelle Zijlstra destijds aanleiding om na zijn aantreden als president van De Nederlandsche Bank (DNB), het denkkader van de bank te verleggen. Waar er tot dan toe een denkkader met nadruk op neutraliteit van geld werd aangehouden, gaven deze nieuwe uitdagingen aanleiding tot een verlegging van de focus naar een bredere set van macro-economische instrumenten.

DNB ging zich steeds explicieter bezighouden met begrotingsbeleid en loon- en prijsbeleid. Al in het jaarverslag van 1968 sprak Zijlstra over de rol van het loon- en prijsbeleid en begrotingsbeleid bij het bedwingen van een inflatiespiraal. Dit denkkader met een focus op drie pijlers – monetair, begrotings- en loon-prijsbeleid – kwam bekend te staan als 'gematigd monetarisme' (Zijlstra, 1985).

De opkomst van het gematigd monetarisme betekende dat er in Nederland geen puur monetaristische reactie was op de stagflatie van de jaren zeventig. In de ogen van DNB-directeur Kessler was de monetaristische benadering te simplistisch. Ook andere bestedingsimpulsen moesten meegenomen worden. Het logische gevolg hiervan was dat er naast monetaire indicatoren ook budgettair beleid een plaats kreeg in de inflatieanalyse van DNB (Kessler, 1975). Dezelfde Kessler was van mening dat bij de juiste diagnose, ook de loonontwikkeling een rol speelde. Om de inflatie tegen te gaan, pleitte Kessler voor een verantwoorde inkomensontwikkeling door een gematigd loon- en prijsbeleid (Beaufort Wijnholds et al., 1990).

Zijlstra vatte het als volgt samen: het monetaire, budgettaire en loon-prijsbeleid moeten elkaars imperfecties corrigeren. Goede resultaten zullen er niet bereikt worden

als een van de drie onderdelen excessief ingezet wordt. Een onafhankelijke centrale bank dient daarom haar steentje bij te dragen door in de andere beleidscomponenten gezonde ontwikkelingen te bevorderen, en zelf een verstandig monetair beleid te voeren (Zijlstra, 1979).

Het gematigd monetarisme verklaart ook de traditie dat De Nederlandsche Bank tevens het begrotingsbeleid en het economisch beleid in bredere zin beschouwt, terwijl in veel andere landen – bijvoorbeeld in Duitsland en de Verenigde Staten – de centrale bank zich traditioneel onthoudt van kritiek op andere beleidsterreinen.

Overigens was de uitvoering van het gematigd monetarisme niet vanuit alle perspectieven een succes. Zo was de inflatie in Nederland in de periode 1967–1981 weliswaar lager dan het OESO-gemiddelde, maar hoger dan in Duitsland. Dit kan verklaard worden door de toen heersende opvatting dat, door de structuur van de Nederlandse economie en de afhankelijkheid van internationale kapitaalmarkten, het monetaire beleid maar binnen zeer nauwe marges effect sorteerde op het inflatiepeil (Den Dunnen, 1981). Maar vanuit een modern macroperspectief is een dergelijke relativering niet risicoloos. Om inflatieverwachtingen te verankeren is het belangrijk dat de monetaire autoriteit – ook als andere beleidsterreinen geen afdoende bijdrage leveren aan een evenwichtige beleidsmix – prijsstabiliteit blijft nastreven. Een dergelijke situatie kan wel gepaard gaan met stevigere monetaire interventies dan anders het geval zou zijn geweest, met grotere bijwerkingen, en met een tragere inflatieconvergentie.

Naar een gematigd monetarisme in de EMU

Doordat de drie pijlers van de macro-economische beleidsmix op verschillende niveaus in de EMU werden belegd, is het denkkader van het gematigd monetarisme op de achtergrond geraakt. Dit is naar onze mening onterecht. Het gematigd monetarisme biedt ook voor de uitdagingen van de afgelopen tien jaar waardevolle inzichten.

Vanuit het gematigd monetarisme bezien was de beleidsmix van vóór de corona in de EMU bepaald niet zaligmakend. Het monetaire beleid zoekt de grenzen van zijn mogelijkheden op, terwijl zich op andere beleidsterreinen onevenwichtigheden bleven opbouwen. Op hoofdlijnen zijn dit budgettaire kwetsbaarheden, saldi op de lopende rekening die divergeren en achterblijvende productiviteit.

De beleidsaanbevelingen van het gematigd monetarisme zijn er juist op gericht om dergelijke onevenwichtigheden te beperken. Zo volgt uit het gematigd monetarisme het belang om de loonruimte te benutten in tijden van beperkte economische groei en lage inflatie. In de eurozone is onbenutte loonruimte vermoedelijk een van de factoren achter de grote overschotten op de lopende rekening van de Noord-Europese landen. Binnen de EMU vergemakkelijkt een gezonde loongroei in de hoogproductieve landen, bij neerwaartse loonrigiditeiten, bovendien de interne relatieve prijsaanpassing. De trend richting flexibele arbeidsmarkten bemoeilijkt het benutten van de loonruimte. Zodoende is de oproep om ook dit aspect van het economisch beleid beter inpasbaar te maken in het gematigd monetarisme.

Het gematigd monetarisme impliceert ook dat er in het begrotingsbeleid meer ruimte dient te zijn voor investeringen ten tijde van lage rentes en lage inflatie. Wanneer monetair en budgettair beleid dezelfde kant op werken, versterken deze elkaars effectiviteit, hetgeen kan bijdragen aan het ontsnappen van de effectieve ondergrens van de rente. In de EMU is de begrotingsruimte echter ongelijk verdeeld. Terwijl sommige landen voldoende begrotingsruimte hebben voor anticyclisch beleid, hebben andere landen deze ruimte amper. Hierdoor komt het gewicht te veel te liggen bij het monetaire beleid.

Daarnaast had de budgettaire ruimte groter kunnen zijn wanneer er in de jaren voor de financiële crisis buffers waren opgebouwd en het beleid dus minder procyclisch was geweest. Op dit vlak kan er vanuit het gematigd monetarisme gepleit worden voor verdere conditionele coördinatie, met inachtneming van de complexiteit en politieke gevoeligheid hiervan.

De ECB blijft, ook gezien door de bril van het gematigd monetarisme, verantwoordelijk voor prijsstabiliteit in de eurozone. Als het begrotings- en loonbeleid niet gedienstig zijn aan een evenwichtige beleidsmix, kan het proces van inflatieconvergentie langer duren en gepaard gaan met grotere bijwerkingen. Met andere woorden, het beleid van de ECB had wellicht minder expansief kunnen zijn wanneer het begrotings- en loonbeleid hun bijdrage hadden geleverd. Om te voorkomen dat inflatieverwachtingen op drift raken, dient de ECB echter ook in een dergelijke omgeving haar mandaat van prijsstabiliteit te blijven nastreven.

Tot slot

Wanneer we onszelf gesteld zien voor nieuwe uitdagingen, ontstaat er soms de neiging het wiel opnieuw uit te vinden. En dit terwijl het verleden vaak ook waardevolle handvatten biedt. Een dergelijk langetermijnperspectief is ook in de discussies in het kader van de EMU welkom, gegeven het feit dat de historische context vaak niet verder teruggaat dan Maastricht.

Vanuit het gematigd monetarisme bezien is een evenwichtige macro-economische beleidsmix in de EMU gebaat bij een drietal uitgangspunten. Ten eerste, gebruik de loonruimte waar mogelijk. Ten tweede, gebruik in de laagconjunctuur de begrotingsruimte om het groeivermogen van economieën te verhogen, en zorg voor voldoende buffers in tijden van hoogconjunctuur. En ten derde, de ECB voert, met inachtneming van bovenstaand beleid, monetair beleid dat passend is bij prijsstabiliteit. Deze drie pijlers worden vaak afzonderlijk van elkaar bezien, maar juist hun samenhang is essentieel voor een gezonde en duurzame macroeconomische beleidsmix.

Literatuur

Beaufort Wijnholds, J.A.H. de, L.H. Hoogduin, P.M. Mallekoote en A.A.T. Wesseling (1990) Inleiding. In: J.A.H. de Beaufort Wijnholds, L.H. Hoogduin, P.M. Mallekoote en A.A.T. Wesseling (red.), *Monetaire diagnose en therapie: een selectie uit het werk van prof. dr. G.A. Kessler, oud-directeur van de Nederlandsche Bank*. Amsterdam: Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, p. 9–35.

Dunnen, E. den (1981) Instrumentvorming in een open economie. In: E. den Dunnen, M.M.G. Fase en A. Szász, *Zoeklicht op beleid*. Leiden: Stenfert Kroese, p. 207–222.

Kessler, G.A. (1975) Inflation diagnosis and therapy. *De Economist*, 123, 507–530.

Middendorp, J. (2022) *J. Zijlstra en H.J. Witteveen: denken en doen, 1945–1981*. Amsterdam: VU University Press (te verschijnen).

Zijlstra, J. (1979) Monetary theory and monetary policy: a central banker's view. *De Economist*, 127, 3–20.

Zijlstra, J. (1985) Algemeen overzicht 1968. In: J. Zijlstra, *Gematigd monetarisme: 14 jaarverslagen van de Nederlandsche Bank n.v. 1967–1980*. Leiden: Stenfert Kroese, p. 63–90.

Oekraïnecrisis verbetert het toekomstperspectief van de euro

De onlangs beschikbaar gekomen dagboekaantekeningen van André Szász – voormalig directielid van De Nederlandsche Bank – laten zien dat de euro geen economisch project is met politieke gevolgen, maar een politiek project met economische consequenties. Wat betekent zijn analyse voor de invloed van de Oekraïnecrisis op het toekomstperspectief van de euro?

IN HET KORT

- De vraag of de euro standhoudt is uiteindelijk een politieke vraag, waarbij de houding van Berlijn doorslaggevend is.
- Als gevolg van de oorlog in Oekraïne groeit de politieke consensus aangaande het belang van de Europese Unie.
- Door meer politieke consensus kan de euro op middellange termijn aan kracht winnen, ondanks een tijdelijke verzwakking.

TON NIJHUIS
Directeur bij het Duitsland Instituut Amsterdam

CEES ULLERSMA
Afdelingshoofd Financiële stabiliteit bij De Nederlandsche Bank

De Oekraïnecrisis jaagt de energieprijzen en de inflatie op. Deze crisis veroorzaakt ook onzekerheid over de economische vooruitzichten in Europa. Ondertussen past de Europese Centrale Bank haar monetaire beleid op een rustiger tempo aan dan de Federal Reserve in de Verenigde Staten doet. Tegen deze achtergrond verbaast het niet dat de wisselkoers van de euro is verzwakt ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De euro lijkt dus onder druk te staan.

Volgens de filosofie van André Szász versterkt de oorlog in Oekraïne de positie van de euro juist. Vanaf het begin van zijn loopbaan in de monetaire diplomatie, zo rond 1960, heeft André Szász een dagboek bijgehouden waarin hij nauwgezet de besprekingen en onderhandelingen vastlegde met betrekking tot monetaire kwesties. Szász, die vijf jaar geleden overleed, maakte jarenlang deel uit van de directie van De Nederlandsche Bank (DNB) en was een van de architecten van Europese monetaire samenwerking. In dit artikel beschrijven wij hoe Szász' visie toepasbaar is op het huidige toekomstperspectief van de euro.

Politieke factoren bepalend

Wat in de dagboekaantekeningen onmiddellijk opvalt, is dat politieke in plaats van economische factoren bepalend zijn voor het lot van valuta's. Dat hij dit zo analyseert, verbaast niet gezien zijn persoonlijke geschiedenis. Szász had – in de jaren dertig en veertig in Hongarije, het tegenwoordige Indonesië en West-Europa – aan den lijve ondervonden dat oorlog en politiek zowel een samenleving als een valuta konden destabiliseren. De ervaring van Szász staat haaks op de, in het begin van de jaren negentig breed in Nederland uitgedragen, opvatting dat de euro de bekroning vormt van de interne markt. Deze denkwijze beschouwt de euro als een laatste stap naar een beter functioneren van een interne vrije markt voor goederen en diensten door het wegnemen van wisselkoersonzekerheid (Zalm, 2009).

Szász deelde het inzicht van de voormalige Franse minister van buitenlandse zaken, Védrine, die stelde dat het sinds 1969 in de Franse bedoeling lag om de macht van de Bundesbank te breken (Védrine, 1996). De Franse autoriteiten hadden zich al snel gerealiseerd dat er maar één manier was om greep te krijgen op het Duitse monetaire beleid, namelijk de monetaire besluitvorming overhevelen van het nationale naar het Europese niveau.

Een wederkerend patroon sinds die tijd is dat Duitsland meegaat met de Franse wensen wanneer de Duitse regering de angst wil wegnemen voor een Duitse *Alleingang*. Zo werd de *Ostpolitik* die Willy Brandt en Egon Bahr voerden – waarbij de relatie met Moskou werd versterkt als opstapje naar een normalisering van de betrekkingen met de DDR – geflankeerd door de afspraak in 1969 om tot een Economische en Monetaire Unie te komen (EMU, kader 1). En de invoering van de euro was de prijs die Helmut Kohl bereid was te betalen om de angst voor de Duitse eenwording weg te nemen. De euro was 'een Franse wens en een Duitse concessie', zoals Szász het uitdrukte.

Deze politieke overwegingen willen nog niet zeggen dat de regeringsleiders ook het besef hadden van de reikwijdte van een gemeenschappelijke munt, zoals bijvoorbeeld het inleveren van de nationale manoeuvreerruimte door een noodzakelijke coördinatie van het budgettaire beleid. Minister Koos Andriessen liet zich tegenover Szász ontvallen dat ze "geen idee hadden waarmee ze bezig waren".

Evenmin betekent de politieke wil om de euro in te voeren dat er ook overeenstemming was over hoe een monetaire unie zou moeten functioneren. Integendeel: Frankrijk en Duitsland hadden altijd al geheel andere visies op de EMU, die tot op de dag van vandaag de discussies bepalen. Szász vatte de visies graag samen als een onderscheid tussen solidariteit en soliditeit, die zich manifesteert in een sterke valu-

ta en een lage inflatie. Om zakelijke redenen koos Nederland hierbij de Duitse kant.

In de praktische uitwerking van het beleid trok Szász nauw op met Hans Tietmeyer, zijn Duitse evenknie en de latere Bundesbankpresident. Aldus kwam Nederland ook automatisch in het Duitse politieke kamp terecht (kader 2). Het was dus niet voor niets dat beide landen nauw samenwerkten aan het vormgeven van de budgettaire criteria in het Verdrag van Maastricht.

Aan elkaar verbonden door de euro

In de onderhandelingen gunde Delors Duitsland dat de Europese Centrale Bank (ECB) op papier werd gemodelleerd naar de Bundesbank. Zo werd verzet van de Bundesbank tegen de plannen gesmoord. Het wegvallen van de disciplinerende werking van de markten werd 'opgevangen' door de criteria van het Verdrag van Maastricht.

Maar papier is geduldig, en afspraken kunnen genegeerd worden. Szász formuleert het in een niet uitgegeven manuscript *Het eurodilemma*, dat ook deel uitmaakt van het archief met de dagboekaantekeningen, aldus: "Onvoldoende wordt in de politiek beseft, dat het gevaar van reserveverlies en valutaonrust – hoe verstorend soms ook – ook een disciplinerend effect had. Afspraken kan men negeren, voortgaand reserveverlies tenslotte niet. Dat gevaar verdween met de EMU. Maar de onevenwichtigheden verdwenen niet. Naarmate zij konden voortduren werden zij omvangrijker en hardnekkiger. Uiteindelijk was aanpassing niet te vermijden. Inmiddels werd die onvermijdelijke operatie groter en pijnlijker, en verdoving door wisselkoersaanpassing kon niet meer."

De oplossing voor het niet naleven van de overeengekomen afspraken ligt daarom niet in het herbevestigen of herformuleren hiervan. En dat geldt ook voor suggesties om het stabiliteitspact aan te passen, zoals een discussiestuk van Sigrid Kaag en haar Spaanse collega Nadia Calviño suggereert (Rijksoverheid, 2022a). Want zonder echte politieke overeenstemming over de EMU zullen ook nieuwe regels geschonden blijven worden.

Szász was sceptisch over de munt wanneer deze niet het eindpunt zou zijn van een economisch en monetair – en dus politiek – convergentieproces binnen Europa. Want als beginpunt, als middel om tot meer convergentie te komen, zou de gemeenschappelijke munt zich vooral als splijtzwam kunnen gaan ontwikkelen.

Maar Szász onderscheidde zich van andere onheilsprofeten – zoals Paul Krugman en Willem Buiter die op monetair-economische gronden voor de euro geen lang leven beschoren zagen – door oog te hebben voor de euro als politiek project. De vraag of de euro standhoudt of niet is in de analyse van Szász uiteindelijk een politieke vraag, waarbij de houding van Berlijn doorslaggevend is. En voor Duitse politici is het eigenlijk niet denkbaar dat Duitsland de gemeenschappelijke Europese munt zou laten vallen, hetgeen met zich meebrengt dat het bereid is om hiervoor hoge kosten te dragen.

Lessen voor toekomstperspectief euro

De euro als politiek project impliceert dat de munt aan stabiliteit kan winnen door er een steviger politiek funda-

André Szász – voormalig directielid van De Nederlandsche Bank

Tijdlijn monetaire integratie van Europa

KADER 1

1962 EEG-commissie onder leiding van Walter Hallstein lanceert eerste voorstellen voor een monetaire unie.

1969 Op een topconferentie in Den Haag krijgt de premier van Luxemburg, Pierre Werner, de opdracht om concrete plannen voor een economische en monetaire unie uit te werken.

1972 Oprichting van het Europese wisselkoersmechanisme ('monetaire slang'). Wisselkoersschommelingen tussen EEG-valuta's moesten beperkt blijven tot ± 2,25 procent.

1978 Besluit tot oprichting van het Europees Monetair Stelsel, met een wisselkoersmechanisme dat maximale schommelingen van ± 2,25 procent toestond ten opzichte van de rekeneenheid ECU. Lidstaten waren niet verplicht om deel te nemen en konden na toetreding het mechanisme ook weer verlaten.

1989 Publicatie van een plan opgesteld onder leiding van de Voorzitter van de Europese Commissie, Jacques Delors, om in drie fasen tot een volwaardige monetaire unie te komen.

1990 Duitse eenwording.

1992 Totstandkoming Economische en Monetaire Unie door het Verdrag van Maastricht met afspraken over de uiterlijke invoering van de euro per 1 januari 1999.

1997 Stabiliteitspact met nadere afspraken over begrotingstekorten en -schulden, in vervolg op de budgettaire criteria voor invoering van de euro in lidstaten zoals vastgelegd in het Verdrag van Maastricht.

1999 Begin derde en laatste fase Economische en Monetaire Unie, met de invoering girale euro in elf lidstaten. Oprichting Europese Centrale Bank.

2001 Invoering girale euro in Griekenland.

2002 Invoering eurobiljetten en -munten.

2007–2015 Invoering euro in Slovenië, Cyprus, Malta, Slowakije, Estland, Letland en Litouwen.

Europese wisselkoerscrisis 1993

KADER 2

Het Europees Monetair Stelsel (EMS) – dat bepaalde dat de onderlinge wisselkoersen van de deelnemende landen vanaf 1979 slechts beperkt mochten fluctueren – kwam in 1993 onder grote druk te staan doordat, na de Duitse eenwording, de Bundesbank de monetaire beleidsrente op een hoog niveau hield. Tijdens het crisisberaad was er grote druk op Nederland om toe te staan dat de Duitse mark vrij zou gaan zweven, en daarbij dus de vaste koppeling van de gulden aan de Duitse mark los te laten. Minister van Financiën Kok en DNB-president Duisenberg konden dat alleen vermijden dankzij de sterke politieke steun voor hun positie van de Duitse minister van Financiën Waigel en van Bundesbankpresident Schlesinger.

ment aan te geven. Daarvoor moet allereerst de politieke discussie over de intenties achter de gemeenschappelijke munt opnieuw worden gevoerd, waarbij er een hogere mate van consensus wordt bereikt. De monetaire spanningen tussen eurolanden komen immers niet door 'weef- of constructiefouten', maar door het ontbreken van een politieke consensus over wat voor soort monetaire unie men eigenlijk wil. Echte consensus is nodig, zoals Szász diverse keren constateert, in plaats van een in de Europese Unie gebruikelijke compromistekst waarin eenieder het zijne kan lezen. Met consensus kan het naleven van verdragen uitmonden in meer coördinatie van het economische beleid op een niet-monetair terrein.

Het huidige moment om tot meer consensus te komen is niet slecht. In Duitsland is er een nieuwe generatie van monetair economen opgekomen die 'rekkelijker' zijn dan hun voorgangers van de oude Bundesbank (Beise, 2015). Evenzo komt er in Frankrijk een nieuwe generatie naar voren die, onder invloed van het Angelsaksische denken, meer open staat voor het toelaten van marktkrachten.

Nog belangrijker is het veranderde perspectief wat betreft een politieke unie. Dat een monetaire unie ook een politieke unie in enigerlei vorm vergt, werd vanaf het begin wel beseft (landen worden immers 'elkaars binnenlanden'). Dit inzicht heeft echter niet geleid tot het daadwerkelijk ontwikkelen van zo'n politieke unie, en dat maakt het fundament waarop de euro rust wankel. Het cruciale inzicht van Szász is dat een gemeenschappelijk buitenlandse politiek en defensie Europa dermate kan verenigen dat de euro sterk zal worden.

Oekraïnecrisis dwingt tot samenwerking

Sceptici wezen er altijd op dat de kans op een gemeenschappelijke Europese politiek klein is, zeker ook gegeven het vetorecht dat juist op deze terreinen nog steeds geldt. Maar de Oekraïnecrisis werkt als een katalysator. De geopolitieke situatie sinds de oorlog in Oekraïne maakt het duidelijk dat de EU stappen moet gaan zetten, onder andere op het terrein van de besluitvorming. En het wordt ook urgenter om een gemeenschappelijke opstelling jegens China te bepalen. Tegen deze achtergrond heeft zelfs Duitsland de Franse ambitie omarmd om tot meer Europese strategische autonomie te komen.

Strategische autonomie gaat veel verder dan meer militaire samenwerking. Door de coronacrisis hebben we geleerd hoe kwetsbaar internationale productieketens kunnen zijn. Maar hoe kunnen we afhankelijkheid verminderen zonder in protectionisme te vervallen, en welke strategische goederen willen we in Europa produceren? Deze en soortgelijke vragen dwingen ook tot een Europese industriepolitiek. Een aanzet tot een discussie hierover is onlangs door de Adviesraad Internationale Vraagstukken (AIV) gegeven in zijn rapport *Slimme industriepolitiek: een opdracht voor Nederland in de EU* (Adviesraad, 2022). Ook voor een gemeenschappelijk Europees klimaatbeleid en gemeenschappelijk beleid ten aanzien van digitalisering en cyberdreigingen, zal er coördinatie van het economisch beleid tot stand komen.

Druk op de buitengrenzen vergroot doorgaans de cohesie naar binnen toe. Het hele project van de Europese integratie na de Tweede Wereldoorlog was waarschijnlijk nooit tot stand gekomen zonder de dreiging van het communistische machtsblok. Zo draagt nu de druk van buiten bij aan een verdergaande integratie, en daarmee aan een stabielere basis voor de euro.

Dat neemt niet weg dat de oorlog in Oekraïne ook voor de euro een keerzijde heeft. Door de gevolgen van de oorlog lopen de inflatie en de rentespreads tussen lidstaten op, en dreigt er volgens sommigen fragmentatie in het eurogebied. Szász heeft er dikwijls voor gewaarschuwd dat lidstaten die hun grondbeginselen niet op orde hebben, het gevaar lopen te gaan lijden onder hoge inflatie en oplopende rentes (Szász, 2001). Naast geopolitieke factoren nopen dus ook de economische ontwikkelingen tot eenheid.

Tot slot

Recent heeft minister Hoekstra een adviesaanvraag naar de AIV gestuurd wat betreft een sterkere internationale rol voor de euro (Rijksoverheid, 2022b). De eerste vraag van de minister is: "In hoeverre kan de internationale rol van de euro als gevolg van Europees beleid worden vergroot, en in welke mate draagt een dergelijke grotere internationale rol van de euro dan in concrete zin bij aan een versterking van de economische en de geopolitieke positie van de EU?" De formulering van deze vraag is ongelukkig. André Szász stelde dat de euro de bezegeling van een Europees economisch en monetair convergentieproces zou moeten zijn, maar dat het een misvatting is dat een gemeenschappelijke valuta vanzelf tot convergentie zal gaan leiden. Zo geldt ook dat een versterking van de economische en geopolitieke positie van de EU zal resulteren in een grotere rol en versterking van de euro. Te denken dat je politiek de rol van de euro kan vergroten, en daarmee kan bijdragen aan het geopolitieke gewicht van de EU is een vreemde omkering van zaken.

Literatuur

Adviesraad Internationale Vraagstukken (2022) *Slimme Industriepolitiek: een opdracht voor Nederland in de EU*, 1 april. Te vinden op www.adviesraadinternationalevraagstukken.nl.

Beise, M. (2015) Eine neue Generation. *Süddeutsche Zeitung*, Ökonomen-Serie Teil 3, 22 juni.

Rijksoverheid (2022a) *Joint paper by Spain and The Netherlands on priority issues in 2022 on the EU's economic and financial policy agenda*. Te vinden op www.rijksoverheid.nl.

Rijksoverheid (2022b) *Adviesaanvraag sterkere internationale rol voor de euro*, 16 maart. Te vinden op www.rijksoverheid.nl.

Szász, A. (2001) *De euro*. Amsterdam: Schilt Publishing.

Zalm, G. (2009) *De romantische boekhouder*. Amsterdam: Balans.

Bestrijd inflatie via prijsplafond en winstmeevallerbelasting

Het verhogen van de rente is niet alleen kostbaar maar gaat waarschijnlijk ook niet helpen om de inflatie te bestrijden. Het is tijd om naar nieuwe instrumenten te kijken.

De huidige hoge prijzen zijn het gevolg van een complexe sectorale dynamiek aan de aanbodzijde. Energieprijzen zijn vandaag de dag zo'n zeventig procent hoger dan een jaar geleden. Daarnaast zijn, na een verstoorde bevoorradingsketen in 2020/21, de voedselprijzen fors gestegen als gevolg van slechte oogsten, oorlogen en grondstoffenspeculatie. Tegelijkertijd ligt in delen van de dienstensector, zelfs in Nederland, de inflatie nog steeds rondom de twee procent.

JENS VAN 'T KLOOSTER
Universitair docent aan de Universiteit van Amsterdam

De gevolgen zijn desastreus: zo'n 1,2 miljoen huishoudens komen nu in de problemen bij het betalen van hun maandelijkse lasten (Schulenberg en Vlekke, 2022). En dit terwijl de bedrijfsresultaten blijven stijgen (CPB, 2022).

De beleidsrente van de Europese Centrale Bank is voor deze uitdagingen een ongeschikt instrument. Een renteverhoging kan weliswaar leiden tot lagere prijzen (het brengt de financiering tot stilstand, waardoor consumentenbestedingen en bedrijfsinvesteringen staken, en mensen hun baan verliezen), maar het maakt de energie er niet goedkoper op, maakt de haven van Sjanghai niet operationeel, en het zorgt niet voor meer tweedehands auto's, timmerhout of arabicakoffie. Daarnaast komen, door de hogere rente, juist ook die investeringen in het gedrang die wel helpen om inflatie tegen te gaan, die het gebruik van fossiele brandstoffen reduceren, en die de economie minder gevoelig maken voor extreem weer (Van 't Klooster, 2022).

Inflatie per bestedingscomponent (in procenten, op jaarbasis) TABEL 1

	Weging	Apr 2021	Nov 2021	Feb 2022	Apr 2022	Jul 2022
HICP (alle items)	100	1,7	5,9	7,3	11,2	11,6
Voeding, alcohol en tabak	20,8	0,1	1,4	4,6	7,2	10,1
Energie	10,9	9,5	46,4	51,7	83,1	68,4
Goederen	26,5	1,8	2,9	4,1	4,9	5,2
Diensten	46,6	1,0	2,3	1,8	3,1	4,7

Data: Eurostat | ESB

Internationaal zoeken economen daarom naar nieuwe oplossingen om de prijzen te drukken en de lasten van de crisis te verdelen. Eén oplossing is om direct in te grijpen in de prijzen van gas en elektriciteit – in Duitsland reeds omarmd door de CDU. De Duitse economen Dullien en Weber (2022) stellen voor om de gasprijs voor het gebruik dat overeenkomt met de basisbehoefte te begrenzen op het niveau van eind 2021. Dit is nu een noodoplossing, maar ook structureel heeft het zin om de volatiele energieprijzen te stabiliseren. Het betreft immers een cruciale inputfactor voor vrijwel alle economische activiteiten.

Ten tweede zwelt in het buitenland ook de roep aan om een *windfall profit tax* (winstmeevallerbelasting). Shell maakte een kwartaalwinst van 11,5 miljard euro, maar ook ver buiten de energiesector behalen bedrijven hoge winsten. De overheid zou de winsten, die in 2022 beduidend hoger liggen dan in de voorgaande vijf jaren, zwaarder moeten belasten. Dat beperkt niet alleen de inflatie, maar zou ook de beloning van kapitaal en arbeid in balans houden. Als bedrijven hun prijzen zonder onderscheid kunnen verhogen, is de eis van de Duitse staalarbeidersvakbond *IG Metall* om een loonsverhoging van 8,2 procent een kwestie van elementaire eerlijkheid. Maar dat kan een loonprijsspiraal op gang brengen. Een winstmeevallerbelasting is dus zowel eerlijk als verstandig.

Het mooie van maatregelen als het prijsplafond en de winstmeevallerbelasting is dat ze op korte termijn uitvoerbaar zijn. Kortingen op de gasprijs geven de nutsbedrijven nu al door – hun systemen kunnen dus ook een prijsplafond aan. De Belastingdienst is op de hoogte van de bedrijfswinsten over de afgelopen vijf jaar, en kan deze bedrijven dus zonder veel moeite aanslaan voor hun crisiswinsten. Ook kunnen de maatregelen samen budgettair neutraal worden ingevoerd, want uit de opbrengsten van de meevallerbelasting zou het prijsplafond voor energie betaald kunnen worden.

Literatuur

CPB (2022) *Inflatiescenario's*. CPB Notitie, juni.

Dullien, S. en I.M. Weber (2022) Mit einem Gaspreisdeckel die Inflation bremsen. *Wirtschaftsdienst*, 102(3), 154–155.

Klooster, J. van 't (2022) *The European Central Bank's strategy, environmental policy and the new inflation: A case for interest rate differentiation*. Policy publication, Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, Londen.

Schulenberg, R. en M. Vlekke (2022) *Stresstest kosten van levensonderhoud*. CPB Notitie, juni.

De coronacrisis heeft vooral de gezondheid van vrouwen aangetast

Corona geldt als een mannenziekte: wereldwijd zijn er voor elke tien vrouwen dertien mannen aan overleden. Nochtans blijkt de pandemie een grotere negatieve invloed te hebben gehad op de gezondheid van vrouwen dan op die van mannen.

IN HET KORT

- In Nederland rapporteerden vrouwen een grotere verslechtering van hun gezondheid dan bij mannen het geval was.
- Vooral jonge vrouwen worstelden tijdens de laatste lockdown met angstgevoelens en depressie.
- De vaccinatiebereidheid voor de boosterprik bij vrouwen nam verder af, met meer weigering en twijfel voor deze prik.

GUIDO ERREYGERS
Hoogleraar aan de Universiteit Antwerpen

ROSELINDE KESSELS
Universitair docent aan de Universiteit Maastricht

Golf na golf heeft de pandemie in de voorbije twee jaar de gezondheid van de bevolking op de proef gesteld. Een van de interessante vragen daarbij is hoe de gevolgen werden ervaren door de verschillende lagen van de bevolking. Zou het kunnen dat sommigen zwaarder werden getroffen door de pandemie en de genomen beleidsmaatregelen dan anderen? En als dat zo is, vertaalt dat zich dan ook in verschillende houdingen ten opzichte van vaccinaties? In deze bijdrage besteden we aandacht aan de verschillen tussen vrouwen en mannen op het vlak van zelfgerapporteerde gezondheid en vaccinatiebereidheid.

Het rapport *Women and girls left behind: glaring gaps in pandemic responses* van UN Women (2021) geeft aan dat de last van de pandemie disproportioneel neergekomen is op de schouders van vrouwen. Dat komt onder andere tot uiting in een verslechtering van de lichamelijke en geestelijke gezondheid van vrouwen, een minder goede toegang tot de gezondheidszorg, en een versterking van de bestaande economische en sociale ongelijkheden tussen mannen en vrouwen. Ook Flor et al. (2022), een recent in *The Lancet* gepubliceerde grootschalige analyse van wereldwijde data, wijst er op dat tijdens de pandemie sommige vormen van ongelijkheid tussen vrouwen en mannen zijn toegenomen. Vrouwen liepen meer kans om hun baan te verliezen, en waren meer geneigd om hun baan op te geven om voor anderen te zorgen. Bovendien was de kans op voortijdig schoolverlaten groter voor meisjes dan voor jongens, en rapporteerden vrouwen meer gender-gerelateerd geweld dan mannen.

Wellicht hangen deze slechtere gezondheidsuitkomsten samen met de lagere vaccinatiegraad en meer vaccinatietwijfel bij vrouwen. In januari 2021 lag de vaccinatietwijfel significant hoger bij vrouwen dan bij mannen. Maar Flor et al. (2022) komen tot de bevinding dat de verschillen tussen de geslachten wat betreft vaccinatiegraad en vaccinatiebereidheid in de loop van 2021 grotendeels zijn verdwenen.

Specifiek voor de Nederlandse situatie tonen Gielen et al. (2021) en Remery et al. (2021) dat sommige vormen van ongelijkheid tussen de geslachten in internationaal perspectief binnen de perken blijven, maar er zijn wel aanwijzingen dat er meer vaccinatietwijfel bij vrouwen is.

Ons onderzoek over de invloed van de pandemie op de gezondheid van de Nederlandse bevolking levert nieuwe empirische evidentie over gezondheid en vaccinatiebereidheid. We maken gebruik van de gegevens van twee enquêtes; de eerste is uitgevoerd in april 2021 en de tweede in januari 2022. Beide enquêtes hadden nagenoeg hetzelfde aantal valide participanten (N = 2.073 in de eerste enquête en N = 2.079 in de tweede) en beperkten zich tot personen met een leeftijd tussen de achttien en tachtig jaar. In vorige publicaties (Kessels en Erreygers, 2021; Erreygers en Kessels, 2021) hebben we op basis van de enquête van april 2021 geanalyseerd hoe de effecten op gezondheid en vaccinatiebereidheid verschilden al naar gelang leeftijd en inkomen. In deze bijdrage richten we ons op de verschillen tussen de geslachten en rapporteren we voor het eerst ook over de enquête van januari 2022.

De gezondheid van vrouwen en mannen

In onze enquêtes hebben we de deelnemers gevraagd om hun gezondheidstoestand in te schatten net voor het begin van de pandemie (januari 2020), en ook op het moment van de afname van de enquête (respectievelijk april 2021 en januari 2022). We maakten gebruik van de EQ-5D-5L-methodologie, die de algemene gezondheid van een persoon berekent op basis van de scores die iemand zichzelf geeft op vijf verschillende dimensies. Voor de scores moet er telkens gekozen worden uit vijf niveaus, van zeer goed (1) tot zeer slecht (5). De algemene gezondheid wordt samengevat in een getal tussen 0 en 1, waarbij de hogere waarden een betere algemene gezondheidstoestand weergeven.

Gemiddelde gezondheidswaarden volgens de EQ-5D-5L-index

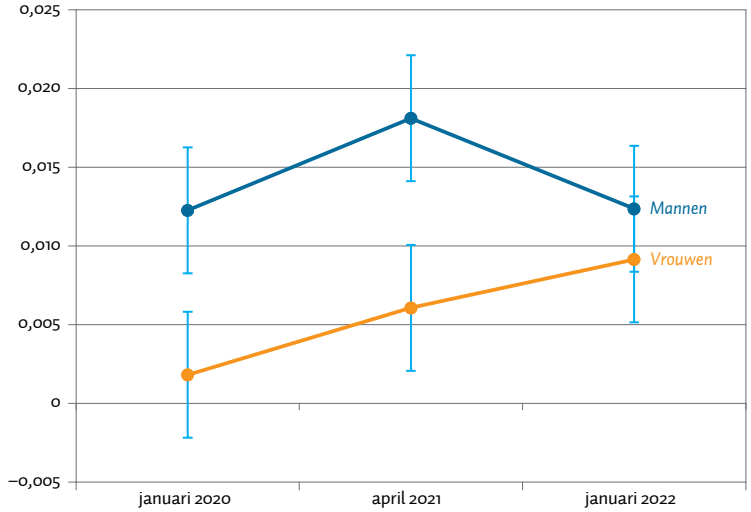
TABEL 1

	Enquête 1 (N = 2.073)			Enquête 2 (N = 2.079)		
	Januari 2020	April 2021	Daling	Januari 2020	Januari 2022	Daling
Totale steekproef	0,869	0,823	−0,046	0,862	0,812	−0,050
Mannen	0,884	0,837	−0,047	0,877	0,839	−0,038
Vrouwen	0,855	0,809	−0,046	0,846	0,786	−0,061

ESB

Correlatie tussen leeftijd en gezondheid

FIGUUR 1

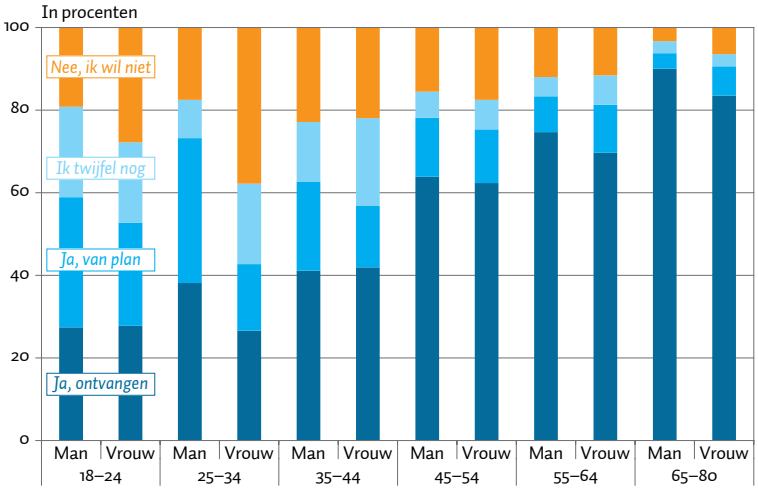


Noot: Zelfgerapporteerde gezondheid volgens de EQ-5D-5L-index. De correlatie wordt gemeten aan de hand van de L-index van Erreygers en Kessels (2017).

ESB

Bereidheid om de boosterprik te nemen

FIGUUR 2



Noot: Resultaten uit de tweede enquête in januari 2022. Respondenten zijn zowel gevaccineerden als niet-gevaccineerden.

ESB

Gezondheid slechter dan voor pandemie

Gemiddeld genomen vonden de participanten hun gezondheid op het moment van de enquête slechter dan vóór het begin van de pandemie (tabel 1). Het verschil bedroeg in april 2021 −0,046 (van 0,869 naar 0,823), en in januari 2022 −0,050 (van 0,862 naar 0,812). Op elk moment beoordeelden vrouwen hun gezondheid als slechter in vergelijking met mannen. Terwijl in april 2021 vrouwen en mannen er in min of meer dezelfde mate op achteruit gingen, was de achteruitgang in januari 2022 ten opzichte van januari 2020 een stuk groter voor vrouwen dan voor mannen. Het lijkt erop dat, naarmate de pandemie langer duurde, vooral de vrouwen pessimistischer werden over hun algemene gezondheidstoestand.

Verslechtering vooral onder jonge vrouwen

De achteruitgang is niet over alle leeftijdsgroepen gelijk verdeeld. Wat vrouwen betreft, zijn het vooral de jongste vrouwen die een grote achteruitgang laten zien: in de leeftijdscategorie van 18–24 jaar gaat het om een verslechtering van −0,103 in april 2021, en van −0,098 in januari 2022. Dit zijn scherpe dalingen, die aanzienlijk groter zijn dan de dalingen in dezelfde leeftijdsgroep van mannen (respectievelijk −0,060 in april 2021, en −0,036 in januari 2022).

Die veranderingen zijn ook zichtbaar in de correlatie tussen leeftijd en zelfgerapporteerde gezondheid. Wat daarbij opvalt, is dat de ongewone leeftijdsgradiënt – hoe ouder, hoe beter de algemene gezondheid – die we hebben gevonden op basis van de gegevens van april 2021, ook naar boven komt op basis van de gegevens van januari 2022. We kunnen de correlatie tussen leeftijd en zelfgerapporteerde gezondheid exact meten aan de hand van een bivariate ongelijkheidsindicator. We doen dat hier door gebruik te maken van een index die we enkele jaren geleden hebben gedefinieerd om de correlatie tussen inkomen en gezondheid te berekenen – de niveau-gerelateerde index L (Erreygers en Kessels, 2017). Positieve waarden van de index wijzen op een positieve correlatie tussen leeftijd en gezondheid, en negatieve op een negatieve correlatie. Hogere absolute waarden duiden op een sterker positief of negatief verband. In figuur 1 geven we de waarden weer van de index (en van de 95-procents-betrouwbaarheidsintervallen) voor mannen en vrouwen afzonderlijk, en voor elk van de twee enquêtes.

Voorafgaand aan het begin van de pandemie bestond er wat mannen betreft al een positieve correlatie tussen leeftijd en gezondheid. Voor vrouwen was die correlatie er echter niet: in alle leeftijdsgroepen rapporteerden vrouwen min of meer gelijke gezondheidsniveaus. Door de sterke achteruitgang van de gezondheid van jonge vrouwen tijdens de pandemie is die correlatie ook voor vrouwen positief geworden. Als we nu vrouwen met mannen vergelijken, valt het op dat de correlatie telkens meer uitgesproken is voor mannen dan voor vrouwen. Over de tijd heen zien we dat de correlaties de neiging hebben om toe te nemen, behalve voor mannen in de tweede enquête.

Meer angst en moeite met dagelijkse activiteiten

Als we kijken naar de afzonderlijke dimensies, dan merken we dat zowel in april 2021 als in januari 2022 de gemiddelde scores (op een schaal van 5) voor alle dimensies hoger of slechter zijn dan die van net voor het begin van de pandemie. De grootste veranderingen doen zich voor in de dimensies 'angst/depressie' en '(moeite met het volbrengen van) dagelijkse activiteiten'. Op het eerste peilmoment waren de veranderingen in beide dimensies ongeveer even groot voor beide geslachten, maar op het tweede peil-

moment waren ze opvallend groter voor vrouwen dan voor mannen (+0,33 vs. +0,20 in de dimensie 'angst/depressie', en +0,30 vs. +0,19 in de dimensie 'dagelijkse activiteiten').

De vaccinatiebereidheid naar geslacht

In april 2021 was de vaccinatiecampagne nog maar net op gang gekomen. In onze enquête bleek de vaccinatiebereidheid een stuk kleiner bij vrouwen dan bij mannen: 32 procent van de vrouwen gaf aan niet van plan te zijn zich te laten vaccineren of hieraan te twijfelen, terwijl het bij de mannen om maar 22 procent ging. In januari 2022, in de volle boosterperiode, bleek de kloof in vaccinatiebereidheid nog altijd te bestaan. 22 procent van de vrouwen en 15 procent van de mannen antwoordde dat ze zich niet hadden laten vaccineren. Voor de boosterprik in het bijzonder liet 36 procent van de vrouwen weten niet van plan te zijn die te nemen of eraan te twijfelen. Bij de mannen was dat maar 23 procent.

Figuur 2 laat zien hoe de attitudes ten aanzien van de boosterprik verschillen volgens geslacht en leeftijd. De meeste weigeraars en twijfelaars bevinden zich in de jongste leeftijdsgroepen (18–24, 25–34 en 35–44 jaar). In de leeftijdscategorie 25–34 jaar, bijvoorbeeld, staat 57 procent van de vrouwen en 27 procent van de mannen weigerachtig of twijfelachtig tegenover de boosterprik. Ook hier zien we dus grote verschillen tussen mannen en vrouwen.

Het Nederlandse Coronadashboard (2022) vermeldt niet wat de vaccinatiepercentages zijn voor vrouwen en mannen afzonderlijk. We kunnen dus niet controleren of onze steekproeven representatief zijn wat betreft de werkelijke vaccinatiegraad en de vaccinatiebereidheid in Nederland. Het Belgische Sciensano (2022) vermeldt die gegevens wel. Volgens de meest recente gegevens is er in België geen wezenlijk verschil tussen de vaccinatiegraad van vrouwen en mannen. 51,06 procent van het aantal gevaccineerden bestaat uit vrouwen, terwijl het aandeel van de vrouwen in de Belgische bevolking op 1 januari 2021 50,75 procent bedroeg. Van diegenen die de boosterprik hebben gekregen is 51,62 procent van het vrouwelijk geslacht. In België hebben vrouwen zich dus iets meer laten vaccineren dan mannen, maar de verschillen zijn klein.

Een van de factoren die kan hebben bijgedragen tot de lagere vaccinatiegraad en -bereidheid van vrouwen in Nederland is de voorzichtigheid in verband met de vaccinatie van zwangere vrouwen aan het begin van de vaccinatiecampagne. Eind april 2021 adviseerde zowel de Nationale Vereniging voor Obstetrie & Gynaecologie (NVOG, 2021) als het Rijksinstituut voor Volksgezondheid en Milieu (RIVM, 2021) om enkel zwangere vrouwen met onderliggende aandoeningen prioritair te vaccineren. In België werd al op 15 april 2021 aanbevolen om aan alle zwangere vrouwen prioriteit te verlenen (HGR, 2021). Het voortdurende debat in Nederland over de risico's en de bijwerkingen van vaccinatie voor zwangere vrouwen heeft mogelijk de vaccintwijfel bij jonge vrouwen aangewakkerd.

Conclusie

Vrouwen en mannen hebben de pandemie niet op dezelfde manier ervaren. Uit onze bevragingen van de Nederlandse bevolking in april 2021 en januari 2022 blijkt dat vrouwen een slechtere gezondheid rapporteren dan mannen, en dat de kloof tussen de geslachten groter is geworden tijdens de pandemie.

Bij zowel vrouwen als mannen geven jongeren een slechtere gezondheid aan dan ouderen. Afnemende gezondheidsniveaus lijken vooral het gevolg te zijn van toenemende gevoelens van angst en depressie, en van toenemende moeilijkheden om de dagelijkse activiteiten te vervullen.

We vonden ook aanwijzingen voor een hardnekkige kloof in vaccinatiebereidheid tussen vrouwen en mannen.

Verder onderzoek zal moeten uitwijzen of de gevonden verschillen tussen vrouwen en mannen blijvend zijn, of na afloop van de pandemie zullen verdwijnen. In elk geval lijkt het raadzaam dat zowel onderzoekers als beleidsmakers rekening houden met inkomen, leeftijd én geslacht. De sekseverschillen op het gebied van fysieke en mentale gezondheid zijn reëel, en kunnen indirect andere vormen van ongelijkheid versterken.

Literatuur

Coronadashboard (2022) *De actuele situatie in Nederland*. Te vinden op coronadashboard.rijksoverheid.nl.

Erreygers, G. en R. Kessels (2017) Socioeconomic status and health: a new approach to the measurement of bivariate inequality. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 14(7), 673.

Erreygers, G. en R. Kessels (2021) Coronacrisis heeft sterk negatief effect op mentale gezondheid jongeren. *ESB*, 106(4801), 430–432.

Flor, L.S., J. Friedman, C.N. Spencer et al. (2022) Quantifying the effects of the COVID-19 pandemic on gender equality on health, social, and economic indicators: a comprehensive review of data from March, 2020, to September, 2021. *The Lancet*, 2 maart.

Gielen, A., D. Webbink en B. ter Weel (2021) Sociaal-economische ongelijkheid in Nederland voor en tijdens de pandemie. In: *Ongelijk Nederland: Preadviezen 2021*. Amsterdam: Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, p. 8–13.

HGR (2021) *Aanbevelingen voor de vaccinatie tegen SARS-CoV-2 met messenger-RNA-vaccins van vrouwen die zwanger zijn, willen worden of borstvoeding geven*. Brussel: Hoge Gezondheidsraad, Advies nr. 9622 (aangepaste versie van 15 april 2021).

Kessels, R. en G. Erreygers (2021) Vaccinatiebereidheid stijgt met leeftijd én inkomen. *ESB*, 106(4798), 292–293.

NVOG (2021) *Standpunt: vaccinatie tegen COVID-19 rondom kinderwens, zwangerschap en kraambed*. Nationale Vereniging voor Obstetrie & Gynaecologie, 22 april.

Remery, C., S. André, J. Besamusca et al. (2021) De coronapandemie en de verdeling van huishoudelijke en zorgtaken in Nederland. In: *Ongelijk Nederland: Preadviezen 2021*. Amsterdam: Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde, p. 87–92.

RIVM (2021) *Nieuwsbrief COVID-19-vaccinatie*, 2(22), 7 mei. Te vinden op www.rivm.nl.

Sciensano (2022) *COVID-19 – informatie*. Te vinden op www.sciensano.be.

UN Women (2021) *Women and girls left behind: glaring gaps in pandemic responses*. New York: UN Women.

Aantal verdieners in huishouden bepaalt inkomens- én arbeidsmarktpositie

Het tweeverdienersmodel is de afgelopen decennia steeds gebruikelijker geworden, maar er is ook nog een aanzienlijk aantal huishoudens met slechts één kostwinner. Het gevolg is dat het huishoudensinkomen meer bepaald wordt door het aantal verdieners in een huishouden dan door het uurloon. Dat zet de ongelijkheid, de arbeidsmarkt en het bijbehorende beleid op zijn kop.

IN HET KORT

- Tweede verdieners zijn bepalend voor de inkomenspositie van huishoudens, ook al hebben zij veelal een relatief laag uurloon.
- Tweede verdieners doen veelal laagbetaald werk, wat de loondruk aan de onderkant van de arbeidsmarkt vergroot.
- De tweeverdienersmaatschappij dwingt tot een herziening van het ongelijkheidsbeleid dat veelal krachteloos is geworden.

WIEMER SALVERDA
Emeritus hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam

VEERLE ROOK
Tijdens het onderzoeksproject junior onderzoeker aan de Universiteit van Amsterdam

Ons land is in snel tempo een tweeverdienersmaatschappij geworden. Sinds 1990 komt de stijging van de werkgelegenheidsgraad van volwassen individuen volledig voor rekening van tweede verdieners; maar de werkgelegenheidsgraad van huishoudens bleef vrijwel onveranderd (Salverda en Brals, 2016). Driekwart van de werknemers deelt tegenwoordig het huishouden met een of meer andere werknemers.

In de kostwinnersmaatschappij waarin elk huishouden één verdiener telde, die bovendien voltijds werkte, werd de loonverdeling goeddeels weerspiegeld in de inkomensverhoudingen: een laag uurloon betekende een laag inkomen, en een risico van armoede. Dat kon met loonvorming worden bestreden. De inkomensverdeling vormde het passieve resultaat van de verdeling op de arbeidsmarkt. Maar is dat wel nog het geval in de tweeverdienersmaatschappij?

In dit artikel onderzoeken we de invloed van extra verdieners in huishoudens op de inkomensongelijkheid en op de concurrentie in de arbeidsmarkt. Daarbij tellen we behalve tweede verdieners ook overige verdieners mee (dat zijn er nauwelijks meer dan drie). We richten de aandacht op de verdeling van bruto-uurlonen, de kernvariabele op de arbeidsmarkt, en de bruto-inkomens die daarmee samenhangen, en zetten die af tegen de nationale verdeling van alle bruto-huishoudensinkomens.

Data

We maken gebruik van de jaargegevens voor 2014 uit de EU-SILC-database van 2015, wat de meest recente gegevens zijn bij de start van dit onderzoek. Sindsdien is het percentage tweeverdieners niet minder geworden en werken partners vaker beiden in voltijd, volgens cijfers van het Centraal Bureau voor de Statistiek.

De meerderheid van alle huishoudens (54 procent) heeft loon als belangrijkste bron van inkomen. Omwille van de relatie met de arbeidsmarkt richten we de aandacht op deze categorie van 'loonhuishoudens': 4,1 miljoen huishoudens met 6,9 miljoen werknemers (86 procent van alle) en met 232 miljard euro aan jaarlonen (95 procent van alle loon in heel Nederland). De overige werknemers blijven buiten beschouwing. In hun huishoudens zijn andere vormen van inkomen belangrijker, waarbij uurlonen niet betrouwbaar te bepalen zijn (zelfstandigen) of waarbij inkomen niet uit de arbeidsmarkt voortkomt (uitkeringsgerechtigden en gepensioneerden).

Karakteristieken extra verdieners

Binnen de huishoudens onderscheiden we *eenverdieners* (één werknemer), *eerste verdieners* (hoogste loon binnen huishoudens van meerverdieners) en *extra verdieners* (verdieners met minder loon dan de eerste verdiener). Extra verdieners vormen nota bene de grootste categorie (41 procent), gevolgd door eerste verdieners (32 procent) en eenverdieners (27 procent). Zij verdienen respectievelijk 54, 150 en 112 procent van het gemiddelde jaarloon.

Van alle verdieners is 46 procent vrouw, 14 procent jong (tot 24 jaar), 18 procent laagopgeleid, 53 procent middelbaar- en 39 procent hoogopgeleid, en werkt 44 procent in deeltijd. De verschillende verdienerstypen hebben significant uiteenlopende karakteristieken. Eerste verdieners zijn het vaakst man (78 procent) en hoogopgeleid (47 procent). Extra verdieners zijn meestal vrouw (69 procent), jonger (28 procent), werken dikwijls in deeltijd (70 procent) en zijn het minst vaak hoogopgeleid (30 procent). Echter, volwassen extra verdieners zijn veelal hoogopgeleid (39 procent). Vrijwel alle Eenverdieners en Eerste verdieners zijn volwassenen (96 procent).

Inkomens en uurlonen

Extra verdieners beïnvloeden de positie van verdieners in de inkomensverdeling sterk (figuur 1a). Extra verdieners

hebben een relatief laag uurloon (figuur 1b), 77 procent van het gemiddelde (en hun jaarloon is nog lager vanwege hun beperkte aantal gewerkte uren), maar ze bevinden zich tegelijkertijd overwegend in huishoudens met hogere inkomens. Veel van de lager betaalde extra verdieners vormen een huishouden met eerste verdieners die ook nog eens relatief veel verdienen: zij verdienen gemiddeld het beste (twintig procent meer dan het gemiddelde uurloon). Eenverdieners zijn gelijkmatig verdeeld over de uurlonen en verdienen het gemiddelde – maar ze blijven achter in de inkomensverdeling bij gebrek aan extra verdieners in het huishouden.

Dat extra verdieners relatief weinig verdienen is ook terug te zien in hun aandeel in laagbetaald werk. Met een afgetekende meerderheid van 61 procent spelen extra verdieners een dominante rol in de laagbetaalde werkgelegenheid (figuur 1c). Toch zijn bijna alle extra verdieners (91 procent) afkomstig uit huishoudens met hogere inkomens – veel vaker dan laagbetaalde eerste verdieners (50 procent), en nog vaker dan laagbetaalde eenverdieners (2 procent). Dat is ondenkbaar in de eenverdienerswereld, waar de uurloonhoogte het jaarloon bepaalt, dat weer het inkomen bepaalt – en daarmee de positie in de inkomensverdeling.

Het laagbetaalde werk is in ruime meerderheid in deeltijd (63 procent). De laagbetaalde extra verdieners zijn vaker dan gemiddeld jong (52 procent). Zij zijn ook vaker laagopgeleid (33 procent), maar bijna twee derde van die laagopgeleiden betreffen jongeren, en de meesten van hen volgen nog onderwijs op weg naar een middelbaar of hoger diploma. Van de volwassen laagbetaalde extra verdieners is driekwart middelbaar- of hogeropgeleid. Zij zijn voor 95 procent partners van de eerste verdieners. Extra verdieners hebben op elk opleidingsniveau (laag, middelbaar of hoog) evenveel extra kans op laagbetaald werk (35–38 procent) vergeleken met andere verdieners op hetzelfde niveau. Het is dus niet hun opleiding maar hun verdienerspositie in het huishouden die hun inkomen bepaalt.

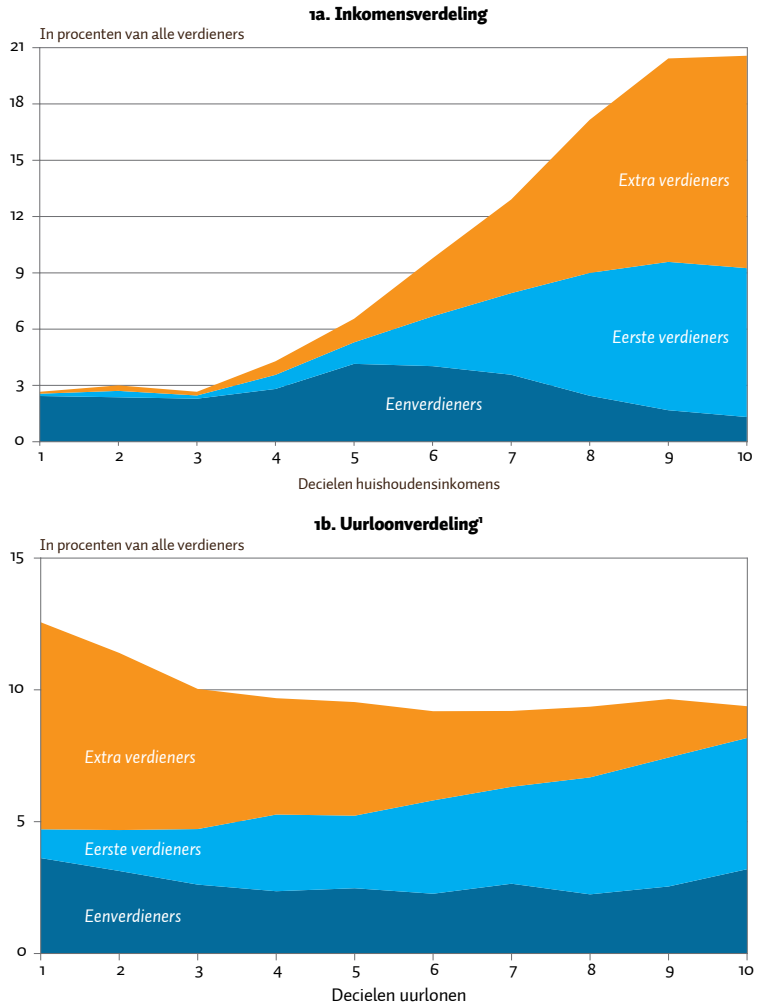
Invloed op inkomensongelijkheid

De dominantie van tweeverdieners heeft implicaties voor de inkomensongelijkheid. Hoewel loongelijkheid natuurlijk nog altijd een belangrijke rol speelt, zoals in de eenverdienersmaatschappij, leidt vooral de ongelijke positie van verdieners in de loonverdeling (al naar gelang hun huishoudenspositie) tot een vergroting van de inkomensongelijkheid. De brede spreiding van laagbetaald werk over de hele inkomensverdeling verklaart dat het percentage werkende armen relatief laag is, in weerwil van het hoge percentage laagbetaalden (Salverda, 2018) – en ook dat het zich concentreert onder eenverdieners, wier aandeel meer dan 80 procent bedraagt (volgens de Europese armoededefinitie, zie Salverda (2021)).

Een bijkomende observatie is dat extra verdieners vaker voorkomen in huishoudens met een hoge opleiding. Van ruim 1 miljoen hoogopgeleide eerste verdieners deelt 54 procent het huishouden met 68 procent van de hoogopgeleide extra verdieners. Met 25 procent van alle meerverdienershuishoudens is dat fors meer dan bij een willekeurige verdeling het geval zou zijn (14 procent). Deze 'werkge-

FIGUUR 1

Positie van een-, eerste en extra verdieners in inkomens- en uurloonverdeling

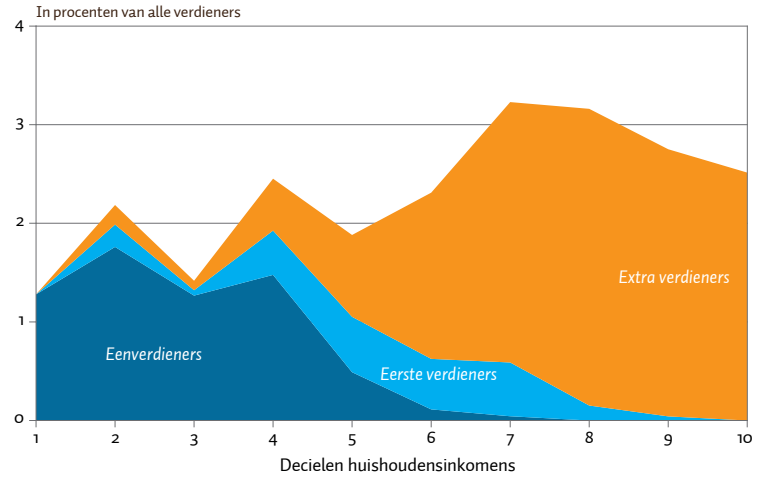


[1] *Loon over gewerkte uren (door deeltijders tellen lage decielen op tot meer dan tien procent van de personen). Noot: De SILC-enquête neemt uurlonen incompleet waar, met name lage lonen. We hebben ontbrekende waarden (42 procent van de lage lonen, en 21 procent van de overige lonen) geschat op basis van de volledige jaargegevens, onder het motto 'beter ruwweg juist zónder vertekening, dan precies onjuist mét'.*

ESB

FIGUUR 2

Aandeel van een-, eerste en extra verdieners in laagbetaald werk[1], naar inkomensdeciel huishouden



[1] *Laagbetaald werk is gedefinieerd als het werk met een uurloon van twee derde van het mediane uurloon of lager.*

ESB

legenheidshomogamie' aan de top gaat echter nog weinig samen met '*uurloon*homogamie' aan de top (Schulenberg en Buitenhuis, 2021; Vethaak et al., 2021). Van hoogopgeleide eerste verdieners ontvangt bijna de helft een top-10%-uurloon. Zij delen een huishouden met een derde van alle hoogopgeleide extra verdieners, maar daarvan verdient slechts tien procent ook een top-10%-uurloon. De extra verdieners die zo'n toploon ontvangen, hebben echter wel in overgrote meerderheid een eerste verdiener die ook hoogbetaald is. De verdere groei van een 'tertiaire' opleiding en het beleid om meer vrouwen naar de top te helpen, kunnen deze combinatie in een stroomversnelling brengen en de inkomensongelijkheid verder vergroten (Salverda en Thewissen, 2018).

Effect op concurrentie op de arbeidsmarkt

De opkomst van tweeverdieners heeft ook implicaties voor de arbeidsmarkt. Het grote arbeidsaanbod van extra verdieners draagt bij aan de langdurige stagnatie van de lage lonen (Salverda, 2020). Die loondruk wordt versterkt door de hogere productiviteit die verwacht mag worden van de betere opleiding van de extra verdieners (Hartog, 1985).

Bovendien concurreren extra verdieners waarschijnlijk op soepelere arbeidsvoorwaarden. Ze komen immers uit huishoudens waar er al een (aanzienlijk) inkomen aanwezig is, wat de precieze beloning minder cruciaal maakt. Ze opereren daarnaast vanuit posities in het huishouden (zorg, onderwijsdeelname) die belang hebben bij werken in deeltijd – op zich al een goede illustratie dat het beloningsniveau minder belangrijk is. Bijna twee derde van de laagbetaalde extra verdieners werkt in deeltijd, voor het overgrote deel vanuit huishoudens met een inkomen in de bovenste helft van de inkomensverdeling.

Door de opkomst van de extra verdieners is de laaggeschoolde, laagbetaalde werkgelegenheid nu ook grotendeels in deeltijd georganiseerd. Dat verslechtert de concurrentiepositie van laagopgeleide eenverdieners nog verder, omdat zij zich lagere lonen in deeltijd al helemaal niet kunnen veroorloven.

Al deze concurrentie kan leiden tot verdringing. De opkomst van tweeverdieners verklaart mede dat de werkgelegenheidsgraad van lageropgeleide volwassen mannen gezakt is van een niveau dat vergelijkbaar was met hogeropgeleiden naar ver daaronder – en dat laagopgeleide volwassen vrouwen nog altijd ver achterblijven bij de hoogopgeleide ook al neemt beider werkgelegenheidsgraad toe (Salverda, 2015a). Voor één jaar zijn, met de gegevens van één land, die kleinere arbeidsmarktkansen moeilijk te bepalen. We vinden er wel steun voor in een regressie over de 27 EU-landen, die toont dat naarmate in een land de middelbaar- en hogeropgeleide extra verdieners vaker lid zijn van een huishouden met een hoger inkomen, de laagbetaalde werkgelegenheidsgraad onder laagopgeleide eenverdieners kleiner is. Ons land past naadloos op de regressielijn in dat plaatje.

Mogelijk heeft de verdringing op de arbeidsmarkt zelfs effect op de samenstelling van de huishoudens. De willekeurige kans dat twee laagopgeleide werknemers in 2021 een huishouden vormen (27 procent) bedraagt volgens cijfers van het CBS slechts iets meer dan de helft van die van de hoogopgeleiden (53 procent).

Conclusie en implicaties voor beleid

De tweeverdienersmaatschappij zet de verhouding tussen de loonverdeling en inkomensverhoudingen op zijn kop: lage uurlonen zijn nu veelal te vinden bij hoge inkomens. Dat heeft voor eenverdieners radicale implicaties voor de concurrentie op de arbeidsmarkt en voor het risico van armoede. De concurrentie op de arbeidsmarkt kan leiden tot een lagere werkgelegenheidsgraad van laagbetaalde eenverdieners, hetgeen tot nog grotere ongelijkheid leidt.

De veranderde verhouding tussen uurlonen en de inkomenspositie maakt een integrale beleidsvisie op de ongelijkheid van enerzijds het inkomen, en anderzijds de lonen en de werkgelegenheid noodzakelijk.

Wat betreft inkomensongelijkheid is verhoging van lage lonen, door cao's en/of het minimumloon, onontbeerlijk voor voldoende huishoudensinkomen van laagbetaalde eenverdieners ter bestrijding van 'werkende armoede' (Salverda, 2020).

Maar een verhoging van de lage lonen is niet langer een instrument dat vanzelfsprekend leidt tot vermindering van de inkomensongelijkheid. Zo'n verhoging komt vanwege de brede spreiding van laagbetaalde extra verdieners sterker terecht bij meerverdieners dan bij eenverdieners, integendeel tot in de eenverdienersmaatschappij die een dergelijk arbeidsaanbod aan de bovenkant niet kende. Daarmee zijn de cao-partijen in de tweeverdienerswereld niet langer zelfstandig in staat om een redelijke inkomensverdeling te bewerkstelligen. Het maakt armoedebestrijding langs deze weg ook kostbaarder, tenzij overheidsmaatregelen het *deadweight loss* bij hogere inkomens zouden weten terug te winnen – bijvoorbeeld via een sterkere belastingprogressie, inclusief een verdere fiscalisering van volksverzekeringen. De hogere uurlonen van eerste verdieners bieden hiervoor een aanknopingspunt.

De ontwikkeling van een instrument van inkomensherverdeling dat rekening houdt met het huishouden is onmisbaar. Individuele beloning en belastingheffing, die louter op het individu gebaseerd zijn en niet op het huishouden, beïnvloeden het inkomen van eenverdienershuishoudens negatief (Jongen et al., 2018).

Een voorbeeld van een instrument dat rekening houdt met het huishouden is het Amerikaanse *earned income tax credit*, dat over een breed draagvlak beschikt in de Verenigde Staten. Het vult het inkomen aan van de aan de onderkant werkenden, afhankelijk van de toepasselijke armoedegrens voor het huishouden.

Een voldoende hoog minimumloon helpt de kosten van een *earned income tax credit* te beperken en voorkomt dat het voordeel ervan bij werkgevers belandt in plaats van bij de betrokken werknemers (Rothstein en Zipperer, 2020).

Verder kan de invoering van een basisinkomen voor kinderen (Atkinson, 2015; Levy et al., 2013) aan een verbetering bijdragen. Het voorkomt dat kinderen louter afhankelijk zijn van het looninkomen dat hun ouders weten te verwerven – ook als dat gering is –, en dat daarmee de zwakke positie van de ene generatie overgaat op de volgende.

De arbeidsmarktongelijkheid, die vooral neerkomt op een manifest gebrek aan werkgelegenheid voor laaggeschoolde volwassenen, noodzaakt ons land tot nog verder ingrijpen. Het feit dat ruim de helft van de laagbetaalde

extra werknemers bestaat uit jongeren – veel meer dan in andere EU-landen, waar het 32 procent is – wijst op de invloed van de lage jeugdlonen, die een massale arbitrage uitlokken in de detailhandel en horeca (Salverda, 2015b). Amerikanen begrepen dat in de jaren dertig al, bij de invoering van hun leeftijdsonafhankelijke minimumloon.

Gaat nieuw beleid een streep zetten door het jeugdloonstelsel, en een bodem leggen voor het aantal uren dat een baan minimaal moet hebben (zoals in Frankrijk)? Of blijft het voordeel van de arbeidsparticipatie van de extra verdieners belangrijker dan een permanente werkgelegenheidskloof tussen de laag- en de betergeschoolden? Dan zal de overheid soelaas moeten gaan bieden als *employer of last resort* door bijvoorbeeld een herstel van de sociale werkvoorziening.

Tegelijk moet er bedacht worden dat, in de tweeverdienerswereld, de bevordering van deeltijdwerk op hogere loonniveaus en/of de uitbreiding van de deeltijduren de inkomensongelijkheid kunnen vergroten en het laagbetaalde werk nog sterker onder de hogere inkomens kunnen concentreren, met een verdere verkleining van de werkgelegenheidskansen van de laagopgeleiden en met een grotere arbeidsmarktongelijkheid als gevolg. Laat een (bijna) vrije kinderopvang dit proces van een toenemende ongelijkheid niet onnodig versterken (Plantenga et al., 2022).

Tweeverdienen vormt een massaal proces dat bijdraagt aan ongelijkheid, naast de overbekende top-1% en top-0,1% (Salverda, 2019). Het is een proces dat diep invreet, omdat het op twee manieren afdoet aan de betekenis van de verdienste op de arbeidsmarkt (Wooldridge, 2021) – namelijk door hoogopgeleiden die ver onder hun niveau werken en door laagopgeleiden die geen kans krijgen, ook al hebben ze een passende opleiding.

Literatuur

Atkinson, A.B. (2015) *Inequality: what can be done?* Cambridge, MA: Harvard University Press.

Hartog, J. (1985) Earnings functions. Testing for the demand side. *Economics Letters*, 19, 281–285.

Jongen, E., H.-W. de Boer en P. Koot (2018) *Eenverdieners onder druk*. CPB Policy Brief, 2018/02.

Levy, H., M. Matsaganis en H. Sutherland (2013) Towards a European Union child basic income? Within and between country effects. *International Journal of Microsimulation*, 6(1), 63–85.

Plantenga, J., T. van Huizen en P. Leseman (2022) Het maatschappelijk belang van kinderopvang vereist prijsregulering. *ESB*, 107(4810), 270–273.

Rothstein, J. en B. Zipperer (2020) *The EITC and minimum wage work together to reduce poverty and raise incomes*. Economic Policy Institute Rapport, 22 januari.

Salverda, W. (2015a) Merit en werk in 1960–2010: effecten van de Nederlandse onderwijs- en deeltijdtsunami's. In: H. van de Werfhorst (red.), *Een kloof van alle tijden: verschillen tussen lager en hoger opgeleiden in werk, cultuur en politiek*. Amsterdam: Amsterdam University Press, hfdst. 4.

Salverda, W. (2015b) Lager opgeleide jongeren: geen werk, geen uitkering, geen beleid. In: S. Boumans (red.), *WTFACT – De feiten over werkende jongeren in Nederland*. Amsterdam: FNV/Young & United, p. 30–42.

Salverda, W. (2018) Low earnings and their drivers in relation to in-work poverty. In: H. Lohmann en I. Marx (red.), *Handbook on in-work poverty*. Cheltenham: Edward Elgar.

Salverda, W. (2019) *Top incomes, income and wealth inequality in the Netherlands: the first 100 years 1914–2014 – what's next?* WID.world Working Paper, 2019/02.

Salverda, W. (2020) Armoedebestrijding en lage lonen. Minimumloon: schakelen op vier borden met de handen op de rug. In: S. Boumans (red.), *Denkend aan 14 euro: over het minimumloon en de lage lonenindustrie*. Amsterdam: Van Gennep.

Salverda, W. (2021) *Absolute armoedestatistiek is ver over haar houdbaarheidsdatum heen*. Artikel op www.mejudice.nl, 4 juni.

Salverda, W. en D. Brals (2016) Opleiding, deeltijdarbeid en huishouden: meritocratie op de arbeidsmarkt sinds 1990. In: P. de Beer en M. van Pinxteren (red.), *Meritocratie: op weg naar een nieuwe klassensamenleving?* Amsterdam: Amsterdam University Press.

Salverda, W. en S. Thewissen (2018) *Tweeverdieners dreigen elitaire groep van hogeropgeleiden te worden*. Artikel op www.mejudice.nl, 3 juli.

Schulenberg, R. en M. Buitenhuis (2021) Beperkte ongelijkheid door inkomenshomogamie, maar effect kan gaan toenemen. *ESB*, 106(4802), 464–466.

Vethaak, H., J. Been en E. Jongen (2021) Inkomenspositie partners steeds vaker vergelijkbaar. *ESB*, 106(4802), 462–463.

Wooldridge, A. (2021) *The aristocracy of talent: how meritocracy made the modern world*. Londen: Allen Lane.

Grote verschillen in risico's tussen Europese banken voor particuliere belegger

Binnen de Europese Unie (EU) wordt er voor particuliere beleggers gebruik gemaakt van een risicoprofiel, om ervoor te zorgen dat beleggers passende beleggingen aangaan. Maar lopen particulieren ook gelijke risico's binnen Europa gegeven eenzelfde risicoprofiel?

IN HET KORT

- Wat bij de ene bank als een neutraal profiel wordt gezien, is risicovol bij de andere in de EU.
- Zo kan er bij de particuliere belegger een ongewenste mismatch tussen verwachting en realisatie ontstaan.
- Duidelijkere richtlijnen over de transparantie van bandbreedtes en risico's kunnen de bescherming van beleggers verbeteren.

TOM LOONEN
Hoogleraar aan de Vrije Universiteit Amsterdam (VU)

VIKTOR GEERTS
Masterstudent aan de VU

RONALD JANSSEN
Managing Director bij Ortec Finance

Uiteindelijk zullen veel mensen in een of andere vorm met beleggen te maken krijgen. Er wordt verplicht deelgenomen aan een pensioenregeling, of er wordt een aanvullende pensioenpot opgebouwd bij een verzekeringsmaatschappij. Daarnaast is het mogelijk dat er bij een bank belegd wordt met behulp van beleggingsadvies of vermogensbeheer. Bij beleggingsadvies komt een beleggingsadviseur met suggesties en beslist de particuliere belegger om hierop al dan niet in te gaan. Bij vermogensbeheer neemt de bank of de vermogensbeheerder discretionair de beleggingsbeslissingen.

De particuliere belegger krijgt steeds een risicoprofiel aangemeten, dat wordt opgesteld op basis van verplicht ingewonnen informatie over de beleggingskennis en ervaring, de financiële positie, de risicobereidheid en de beleggingshorizon. Zodoende wordt de particuliere belegger als het ware 'geclassificeerd'. Dit risicoprofiel zal – zeker bij een vermogensbeheer waarin de verantwoordelijkheid volledig bij de bank of de vermogensbeheerder ligt – nauwgezet gevolgd worden. Dit profiel geeft immers de exacte spelregels aan (zoals de bandbreedte); dus in hoeverre er in een bepaalde asset class (bijvoorbeeld aandelen of obligaties) belegd mag worden. Naarmate er contractueel per asset class met de particuliere belegger ruimere of nauwere bandbreedtes worden afgesproken, heeft een bank of vermogensbeheerder meer of minder vrijheid om risico's te nemen. Het verschilt dus nogal in risico en rendement hoe de bandbreedtes gedefinieerd zijn.

In dit artikel onderzoeken we in hoeverre het voor een particuliere belegger uitmaakt waar deze in Europa, gegeven een bepaald risico, gaat beleggen. We kijken hierbij naar de rol van bandbreedtes en de volatiliteit van de risicoprofielen.

Risicoprofielen

Banken en vermogensbeheerders maken bij het aanmeten van een risicoprofiel – zoals opgesteld in de Europese richtlijn Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) – gebruik van een gestandaardiseerde vragenlijst om informatie over de beleggingshorizon, doelen, kennis en financiele positie van de klant in te winnen (ESMA, 2018). Het gebruik van deze informatie, in combinatie met toekomstgerichte economische scenario's, kan de asset-allocatie van de klant optimaliseren op het gebied van risicotolerantie en de haalbaarheid van de doelen (Van Welie et al., 2004). Na het beoordelen van de antwoorden wordt er in overeenstemming met de klant een bijpassend gestandaardiseerd risicoprofiel gekozen. Veelal is dit: zeer defensief, defensief, neutraal, offensief, of zeer offensief.

Er zijn tussen deze risicoprofielen grote verschillen bij banken in Nederland waarneembaar (Loonen en Van Raaij, 2008). Zo werd er bij zes banken voor hetzelfde risicoprofiel een verschillende asset-allocatie aangehouden. Dit kan tot aanzienlijke verschillen in risico en rendement leiden.

Naast een verschil in risico en rendement was er nog een additioneel verschil tussen de banken waarneembaar, namelijk het gebruik van bandbreedtes. Een bandbreedte geeft de banken of vermogensbeheerders de mogelijkheid om het gewicht van een asset class (al dan niet tijdelijk) te verhogen of te verlagen. Verschillen hierin kunnen een grote invloed hebben op de uiteindelijke rendementen en risico's binnen en tussen risicoprofielen. Het gebruik en de implementatie van bandbreedtes is echter niet opgenomen in MiFID II en komt ook niet in nationale regelgeving voor (AFM, 2018).

Een illustratie van de mogelijke impact van bandbreedtes op de volatiliteit van risicoprofielen bij verschillende banken – een indicatie van de volatiliteit van de beleggingsportefeuille – is weergegeven in figuur 1. Hier is te zien dat er banken zijn waarbij de risicoprofielen onderling geen overlapping kennen (zoals bank 3). Er zijn echter

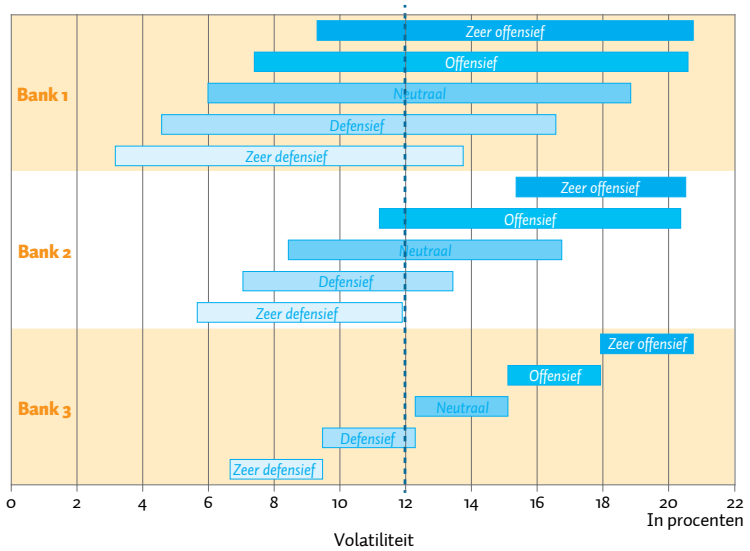
ook banken waarbij de risicoprofielen onderling juist sterk kunnen overlappen (zoals bank 1 en bank 2). Door de brede contractuele bandbreedtes in de verschillende risicoprofielen kunnen er voor de belegger verrassingen optreden als het gaat om risico en rendementskenmerken. Zo kan een 'neutraal' profiel sterk lijken op een 'defensief' profiel, maar ook op een 'offensief' of zelfs een 'zeer offensief profiel'.

Onderzoek onder Europese banken

Er zijn twaalf middelgrote en grote banken uit de EU benaderd voor deelname aan dit onderzoek. Zij maakten onderdeel uit van een groter pan-Europees onderzoek uit 2021 naar de implementatie van MiFID II. Kenmerkend voor deze banken is dat ze de diensten beleggingsadvies en/of vermogensbeheer aan niet-professionele beleggers aanbieden. Via de unieke data van deze Europese banken, betreffende de Strategische Asset Allocatie (SAA) en de gehanteerde bandbreedtes per risicoprofiel, kijken we naar de impact van de gebruikte SAA en bandbreedtes op het toekomstige risico. Onder de SAA verstaat men de assetallocatie voor een selectie van beleggingscategorieën (Hoevenaars, 2008). De SAA wordt vastgesteld en aangepast op basis van de risicobereidheid van de belegger. Het toekomstige risico is gebaseerd op een scenario-set met vijfhonderd toekomstgerichte economische scenario's over vijfenveertig jaar. Deze scenario's combineren langetermijntrends, middellangetermijn-conjunctuurcycli en korte- en langetermijn- marktonzekerheden.

In dit onderzoek wordt specifiek naar drie zogenaamde 'herbalanceringsstrategieën' gekeken: buy-and-hold, jaarlijkse herbalancering en herbalancering bij het bereiken van een bandbreedte. Dit 'herbalanceren' vindt plaats om de beleggingsportefeuille nauwkeuriger te laten aansluiten bij het huidige risicoprofiel van de particuliere belegger. Een buy-and-hold-strategie (beleggingen kopen en vasthouden) houdt in dat de bank in jaar nul alloceert naar de asset classes, beschreven in de SAA – en die voor de hele beleggingslooptijd niet meer worden geherbalanceerd. Kenmerkend

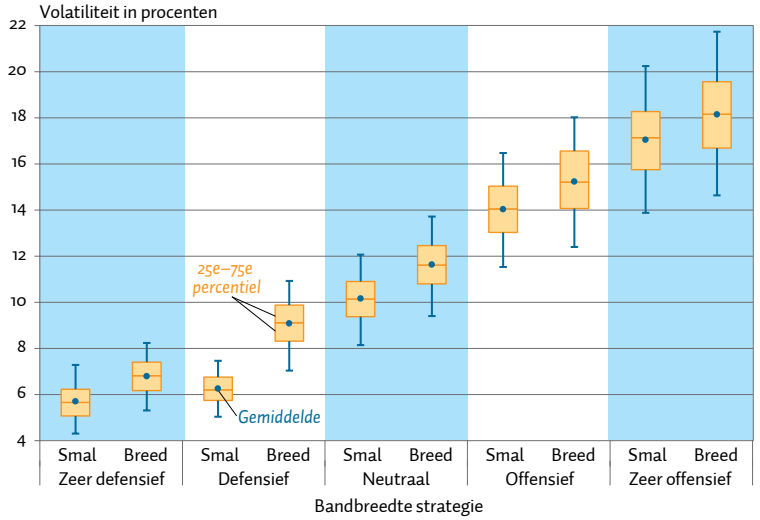
Mogelijke overlap in risicoprofielen FIGUUR 1



ESB

Impact van bandbreedtes op de volatiliteit

FIGUUR 2



ESB

aan deze strategie is het ruimschoots uiteenlopen van de oorspronkelijke gewichten per asset class, afhankelijk hoe elke asset class zich afzonderlijk in de beleggingsportefeuille per scenario beweegt (Arnott en Lovell, 1993).

In de jaarlijkse herbalanceringsstrategie begint de bank in jaar nul met de SAA en vindt er na een jaar van beleggen een herweging naar de oorspronkelijke SAA plaats. Zodoende zijn de allocaties na een jaar investeren wederom in lijn met het gekozen risicoprofiel van de particuliere belegger. Een herweging bij het bereiken van een vastgestelde bandbreedte is een flexibelere methode van herbalanceren naar de oorspronkelijke SAA. Een herweging vindt enkel plaats wanneer een asset class in ons onderzoek een bandbreedte raakt. Ter illustratie: een bank heeft een SAA van 50 procent aandelen en 50 procent obligaties, en hanteert voor beide een bandbreedte van 40/60 procent. Na een jaar investeren zijn de gewichten in de beleggingsportefeuille verschoven naar 55 procent aandelen en 45 procent obligaties. Er vindt hier dus geen herweging plaats. Halverwege jaar twee bereiken de aandelen een weging van meer dan 60 procent, wat dus meer is dan de bandbreedte. Dit kan komen vanwege een koersstijging van de aandelen of juist een koersdaling van de obligaties. Er zal een herweging plaatsvinden waarbij de gewichten opnieuw aan de SAA voldoen.

Om te onderzoeken hoe de volatiliteit tussen de risicoprofielen zich verhoudt, kijken we naar de volatiliteit zelf als ook naar de impact die de bandbreedtes hebben op de volatiliteit.

Volatiliteit verschilt binnen risicoprofiel

Met gebruik van de verschillende SAA's en de scenarioset is er getest of de banken verschillen in volatiliteit per risicoprofiel. Hiervoor zijn een Wilcoxon-ranktest (Wilcoxon, 1945) en een Kruskal-Wallis-test (Kruskal en Wallis, 1952) gebruikt. De testen controleren of er verschillen in mediane volatiliteit binnen het risicoprofiel vast te stellen zijn.

Beide tests tonen een statistisch significant verschil aan in de volatiliteit per risicoprofiel van de banken. Dit geldt voor alle drie de herbalanceringsstrategieën: buy-and-hold, jaarlijkse herweging en herweging bij het bereiken van de bandbreedte.

Hoewel de aangescherpte regelgeving die voortkomt uit MiFID II voor transparantie dient te zorgen, geven de testen dus een tegengesteld beeld: het verschilt per bank hoeveel risico er samenhangt met een bepaald risicoprofiel. De resultaten zijn in lijn met de eerdere bevindingen van Loonen en Van Raaij (2008). Dit suggereert dat de implementatie van MiFID II nog tot onvoldoende risicotransparantie heeft geleid.

Er zijn verschillende verklaringen te geven voor het verschil in volatiliteit binnen risicoprofielen. Allereerst is er een groot verschil in SAA tussen de banken. Niet alleen de gewichten per asset-categorie maar ook de beoogde sector- en marktblootstelling verschillen. Met name in tijden met een lage rente, of bij markten waar aandelen 'hoog' gewaardeerd zijn, wordt er respectievelijk gezocht naar beleggingen met een hoger rendement en daarmee een risico, of naar beleggingen met een lager risico en daarmee een lager verwacht rendement. Vermoedelijk zorgt een combinatie van gewicht en blootstelling voor de grote verschillen in toekomstige volatiliteit. Ook kan het contrast ontstaan door de verschillende aannames die de banken voor de toekomst maken. Wanneer zij verschillen in toekomstige volatiliteit verwachten, is het evident dat er een andere beleggingsstrategie wordt toegepast door de bank. Verder onderzoek moet uitwijzen wat deze verschillen veroorzaakt.

Verschil volatiliteit per bandbreedte

Janssen en Kramer (2015) concluderen dat de risicotransparantie voor banken nog niet voldoende aansluit bij de doelstellingen van MiFID II. Bovendien is het hanteren van bandbreedtes geen onderdeel van MiFID II. Dit kan invloed hebben op de risicotransparantie, omdat verschillen in bandbreedtes leiden tot verschillen in het gevoerde herbalanceringsbeleid.

Om de impact van bandbreedtes op de volatiliteit te testen, is er getest of de risicoprofielen met brede bandbreedtes significant hogere risico's indiceren dan de risicoprofielen met smallere bandbreedtes. Hiervoor is de eenzijdige Wilcoxon-ranktest op basis van de toekomstgerichte scenario's gebruikt. Deze test wijst uit of de mediane volatiliteit van de brede bandbreedte significant hoger ligt dan die van de smalle bandbreedte.

Figuur 2 toont de verschillen tussen de smalle en brede bandbreedtes aangaande de volatiliteit op basis van de scenarioset. Voor alle bandbreedtestrategieën wijzen de statistische tests op een significant hogere volatiliteit voor de brede bandbreedte ten opzichte van de smalle bandbreedte, op een significantieniveau van vijf procent.

Dit laat zien dat de volatiliteit van de risicoprofielen met bredere bandbreedtes sterk afwijkt van die met smallere bandbreedtes. De economische rationale omtrent de verschillen is gebaseerd op de blootstelling aan aandelen binnen de risicoprofielen met wijde bandbreedtes. De brede bandbreedte geeft de bank de flexibiliteit om gedurende een langere periode te alloceren naar risicovollere beleggingen. Een hogere blootstelling aan aandelen of andere risicovolle beleggingen resulteert in een hogere volatiliteit, uit-

gaande van het risicovolle karakter van deze activacategorie (Markowitz, 1952).

Figuur 2 toont tevens een mogelijke overlapping van een risicoprofiel met het daaropvolgende profiel. Een voorbeeld is het brede 'zeer defensieve profiel' met het smalle 'defensieve profiel'. Een toename in risico in het 'zeer defensieve profiel' kan de risicotolerantie van de particuliere belegger overschrijden.

Over het oplopen van het risico dient een particuliere belegger geïnformeerd te worden. Om de verschillen in risicoprofielen te mitigeren, maar vooral om ze transparant te maken zou hierover regelgeving moeten worden ingevoerd. Bovendien zouden banken het gebruik, de toekomstige impact en de verwachte risico's van de bandbreedtes aan de particuliere belegger moeten vermelden. Hoewel banken wel het gebruik van bandbreedtes aan de klant communiceren, wordt de impact hiervan niet gedeeld. Dit kan tot asymmetrische informatie leiden, omdat de particuliere belegger zelf een inschatting dient te maken van de invloed van de bandbreedtes op de volatiliteit van het risicoprofiel. Onderzoek wijst uit dat het inschatten van deze beleggingskarakteristieken lastig blijkt voor particuliere beleggers (Oehler et al., 2014).

Wanneer we naar de Nederlandse banken uit de dataset kijken, valt het direct op dat ze doorgaans een smallere bandbreedte hanteren in vergelijking met hun Europese concurrenten, maar dat er ook hier banken zijn met overlap. De Nederlandse niet-professionele belegger zal dus waarschijnlijk minder verrast zijn over het behaalde rendement. Dit is natuurlijk zowel op de behaalde winsten als op de geleden verliezen van toepassing. Kortom, de voorspelbaarheid van de rendementen lijkt in Nederland groter te zijn dan in andere EU-lidstaten waarin banken aan dit onderzoek participeerden.

Conclusie

Met de informatie van twaalf Europese banken over de door hen gehanteerde SAA en de bandbreedtes van asset classes toont dit onderzoek de significante verschillen aan in de toekomstige volatiliteit bij deze banken. Hoewel MiFID II als doel heeft om beleggers te beschermen en om de transparantie in de markt te vergroten, lijkt dit niet of onvoldoende gerealiseerd te worden als het gaat om de risicoprofielen voor particuliere beleggers – met het risico dat het behalen van rendement niet in lijn is met de verwachting. Het maakt dus wel degelijk uit of een particuliere belegger de ene bank verkiest boven de andere, ook al lijken de benamingen van de risicoprofielen veel op elkaar. Deze bevindingen gelden voor alle risicoprofielen en herbalanceringsstrategieën.

Bovendien beïnvloeden bandbreedtes de volatiliteit aanzienlijk. Zo is er een verhoogde volatiliteit voor banken met bredere bandbreedtes, in vergelijking met banken met smalle bandbreedtes. Een bredere bandbreedte verhoogt de mogelijkheid voor investeringen in risicovollere assets, hetgeen resulteert in een hogere verwachte volatiliteit, of in assets met een lager risico, waardoor het rendement tegen kan vallen. Bovendien zou de lagere of hogere volatiliteit binnen een bepaald risicoprofiel kunnen overlappen met een aangrenzend risicoprofiel, zonder waarschuwing door de bank.

De Europese toezichthouder ESMA zou in een leidraad duidelijke aanbevelingen kunnen doen ten aanzien van de informatievoorziening voor beleggers. In deze richtlijnen zullen banken en vermogensbeheerders nader inzicht moeten geven in de bandbreedtes en gerelateerde risico's. Deze informatie zou omkleed moeten worden met enkele duidelijke – gestandaardiseerde – voorbeelden, en geborgd kunnen worden in de dienstverleningsovereenkomst (bij beleggingsadvies of vermogensbeheer), in het dienstverleningsdocument (DVD), of in het Key Information Document (KID) bij beleggingsfondsen.

Literatuur

AFM (2018) *Informatie over risicoprofielen: aanbevelingen voor een betere aansluiting tussen beleggingen en risicoprofielen*. AFM Leidraad Update, november.

Aghanya, D., V. Agarwal en S. Poshakwale (2020) Market in Financial Instruments Directive (MiFID), stock price informativeness and liquidity. *Journal of Banking & Finance*, 113, 105730.

Arnott, R.D. en R.D. Lovell (1993) Rebalancing: Why? When? How often? *The Journal of Investing*, 2(1), 5–10.

ESMA (2018) *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*. European Securities and Markets Authority, ESMA35-43-869.

Hoevenaars, R.P.P.M. (2008) *Strategic asset allocation & asset liability management*. Universiteit Maastricht, Proefschrift. Te vinden op www.netspar.nl.

Janssen, R. en B. Kramer (2015) Risk management and monitoring in private banking. *The Journal of Wealth Management*, 18(3), 8–17.

Kruskal, W.H. en W.A. Wallis (1952) Use of ranks in one-criterion variance analysis. *Journal of the American Statistical Association*, 47(260), 583–621.

Loonen, T. en W.F. van Raaij (2008) Risicoprofielen onderling weinig consistent. *ESB*, 93(4545), 614–617.

Markowitz, H.M. (1952) Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.

Oehler, A., A. Höfer en S. Wendt (2014) Do key investor information documents enhance retail investors' understanding of financial products? Empirical evidence. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 22(2), 115–127.

Welie, T. van, R. Janssen en M. Hoogstrate (2004) An integral approach to determining asset allocations. *Journal of Financial Planning*, 17(1), 50–55.

Wilcoxon, F. (1945) Individual comparisons by ranking methods. *Biometrics Bulletin*, 1(6), 80–83.

Belasten van winst kan leiden tot verstorende prikkels, leert invoering vpb

Exact tachtig jaar geleden werd met de vennootschapsbelasting (vpb) in Nederland voor het eerst een directe belasting op bedrijfswinsten ingevoerd. Hoe reageerden beleggers en bedrijven destijds daarop? En welke lessen biedt dit voor de toekomst van de vpb?

IN HET KORT

- De invoering van de vpb tijdens de Tweede Wereldoorlog kostte beleggers ongeveer 300 miljoen gulden.
- De invoering van de vpb leidde tot een sterke prikkel voor bedrijven om meer schuld aan te trekken.
- Een hogere belastingdruk, zoals in de recente OESO-afspraken, kan ertoe leiden dat sommige bedrijven meer schuld aantrekken.

PHILIP FLIERS
Universitair docent aan de Queen's University Belfast

ABE DE JONG
Hoogleraar aan de Monash Business School en de Rijksuniversiteit Groningen

BERT KRAMER
Wetenschappelijk medewerker bij het Centraal Planbureau

Een uitgebreide versie van deze studie is op aanvraag beschikbaar (abe.dejong@monash.edu)

Dit najaar sloot een groot aantal landen een verdrag over het belasten van winst van bedrijven (OESO, 2021). Onder leiding van de OESO en de G20 werd er een wereldwijd akkoord bereikt over een effectief minimumtarief van vijftien procent in de vpb voor zeer grote multinationals. Ook over de vaststelling van de grondslag zijn er de laatste jaren internationale afspraken gemaakt. Eén hiervan is de EU-brede ATAD1-richtlijn, die een grens stelt aan hoeveel rente er bij de winstberekening mag worden afgetrokken. Internationale samenwerking is nodig omdat bedrijven anders mogelijkheden hebben om winsten te verplaatsen naar landen waar deze winsten anders, ofwel lager, belast worden. Die afspraken zorgen ervoor dat bedrijfswinsten internationaal effectiever belast kunnen worden.

Ondanks kritiek zijn deze afspraken een mijlpaal in de geschiedenis van de belasting van bedrijfswinsten. Een mooie gelegenheid om stil te staan bij een andere mijlpaal in deze geschiedenis: het feit dat de Nederlandse vpb dit jaar tachtig jaar bestaat.

De oplettende lezer zal zich realiseren dat Nederland tachtig jaar geleden leefde onder het juk van de Duitse bezetter. Deze maakte ook fiscaal de dienst uit, en trok zich daarbij weinig aan van de toenmalige beleidsadviezen – zie Van Alphen (2011) voor een overzicht – of van de gevolgen hiervan voor de Nederlandse economie.

In dit artikel onderzoeken we wat voor Nederlandse bedrijven de gevolgen waren. Hoeveel geld verloren beleggers door de invoering van de vpb? En gingen bedrijven zich door de vpb meer financieren met schuld? We beperken ons hier tot de effecten van de eerste orde: eventuele verdere gevolgen, zoals de effecten op het investeringsgedrag van bedrijven, laten we buiten beschouwing.

Invoering van de vpb

De invoering van de vpb was onderdeel van een groot aantal belastingwijzigingen en lastenverzwaringen die tussen 1940 en 1942 onder Duits bewind werden doorgevoerd (Essers, 2012). Het fiscale beleid van de bezetters had primair tot doel om middelen aan de Nederlandse economie te onttrekken. Deze middelen vloeiden als 'bezettingskosten' voor een groot deel naar Berlijn toe (Klemann, 2002). Maar het belastingbeleid diende ook andere doelen: zo was de regelgeving omtrent de vpb onder andere ingegeven door een antipathie tegen beperkte aansprakelijkheid (Essers, 2012).

Vóór de oorlog werden in Nederland bedrijfswinsten belast op het moment dat deze als dividend of tantième werden uitgekeerd. Plannen voor een directe winstbelasting waren toen al in de maak. Toen de Duitsers de macht overnamen, wachtten ze daarom niet lang om in juli 1940 de winstbelasting in te voeren. Deze had met tien procent echter een relatief laag tarief, en liet aan ondernemers veel ruimte om de belastinggrondslag zelf te bepalen (Polak, 1940).

De grote klappen voor het bedrijfsleven kwamen in november 1940 en mei 1942. Op 8 november 1940 kondigde de bezetter aan dat de lasten voor het bedrijfsleven op korte termijn danig verzwaard zouden worden. Kort hierna werd het tarief van de winstbelasting verhoogd naar dertig procent. Op 4 mei 1942 werd deze weer vervangen door een drietal nieuwe belastingen op het bedrijfsleven, met terugwerkende kracht vanaf het boekjaar 1941. Veruit de zwaarste hiervan was de vennootschapsbelasting 1942, met een tarief van 55 procent en met striktere bepalingen voor de winstberekening. Een van deze bepalingen was dat rente als aftrekpost mocht worden opgevoerd.

Na de oorlog werd de vpb niet afgeschaft. Fiscalisten waren mild positief over deze belasting (Adriani, 1946), en de naoorlogse regering kon de belastinginkomsten goed gebruiken. Een directe belasting op bedrijfswinsten werd gezien als een welkome modernisering. De vpb bleef tot 1967 op grote lijnen ongewijzigd.

Kosten voor het bedrijfsleven

Hoeveel beurswaarde verloren aandeelhouders van Nederlandse bedrijven door de plotselinge verhoging van de fiscale druk? We richten ons op beursgenoteerde ondernemingen omdat alleen voor zulke bedrijven de economische (beurs)waarde accuraat te achterhalen is. We bestuderen de ontwikkeling van beurskoersen ten tijde van de twee eerdergenoemde aankondigingen van november 1940 en mei 1942. Tussen september 1940 en september 1942 kon de Amsterdamse beurshandel in binnenlandse aandelen met weinig beperkingen voortgezet worden (De Vries, 1976). Een uitzondering hierop vormde het weren van joodse beursleden vanaf maart 1941. Omdat in deze periode de prijsvorming op de beurs niet wezenlijk verstoord werd, zijn de koersreacties een goede maatstaf om het verlies aan beurswaarde te bepalen.

We hebben beurskoersen en financiële bedrijfsgegevens verzameld van alle binnenlandse ondernemingen rondom de twee belastingaankondigingen. Onze voornaamste bronnen zijn de *Officiële Prijscourant* van de Amsterdamse beurs en *Van Oss' Effectenboek* (jaargangen 1938–1950). Ondernemingen die primair actief waren in de koloniën of in het buitenland laten we buiten beschouwing. Deze vielen vaak ten dele onder een ander belastingregime, en bovendien was tijdens de oorlog informatie over overzeese bedrijven zeer schaars. Ook financiële ondernemingen zoals banken en verzekeraars laten we buiten beschouwing, omdat de balansen van dit type ondernemingen doorgaans een ander karakter hebben.

Om de koersreactie te bepalen, sommeren we het verlies tijdens de eerste vier dagen na de aankondiging. Dit ongecorrigeerde cumulatieve verlies is echter geen zuivere maatstaf voor het effect van de aankondiging, omdat zonder deze aankondiging de beurskoers ook zou fluctueren. Om hiervoor te corrigeren is er daarom een benchmark nodig: een index van bedrijven waarin Nederlandse beleggers ook konden beleggen, maar die niet onderhevig waren aan de vpb. Omdat de belasting echter gold voor vrijwel alle Nederlandse bedrijven, richten we ons voor een benchmark op beurzen in naburige landen. Er was geen financieel verkeer mogelijk tussen Nederland en geallieerde mogendheden zoals de VS en het VK, daarom construeren we een index van andere markten onder Duits bewind. Deze zogeheten 'Derde-Rijkindex' is een gemiddelde van de belangrijkste beurskoersen op de Berlijnse, Parijse en Brusselse beurs. Tabel 1 toont de gemiddelde reactie van de Amsterdamse beurskoersen: zowel de ongecorrigeerde rendementen, als de rendementen gecorrigeerd voor de benchmark.

TABEL 1

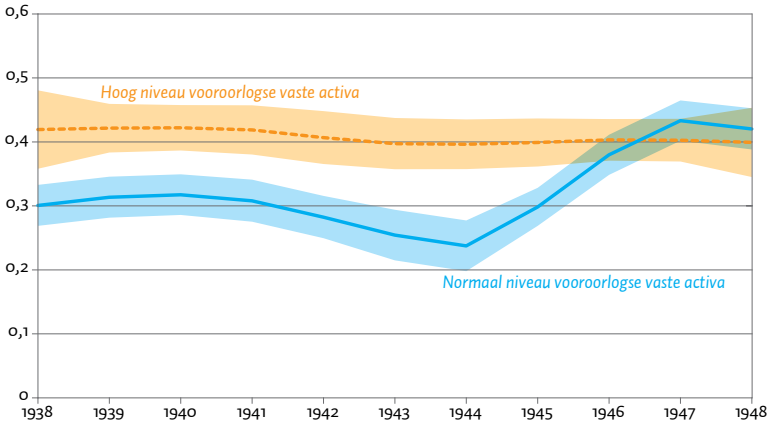
Reactie van de Amsterdamse beurs op belastingaankondigingen

	Ongewogen index	Gewogen naar beurswaarde
8 nov. 1940: aankondiging verhoging winstbelasting		
Ongecorrigeerd rendement	–4,9%	–11,8%
Gecorrigeerd voor 'Derde-Rijkindex'	–2,7%	–6,1%
4 mei 1942: aankondiging invoering vpb		
Ongecorrigeerd rendement	–2,8%	–2,2%
Gecorrigeerd voor 'Derde-Rijkindex'	–3,1%	–2,8%

ESB

Ontwikkeling van de schuldquote, naar niveau vooroorlogse vaste activa

FIGUUR 1



Noot: De data zijn gefilterd met een lokale polynominale regressie (een niet-parametrische regressiemethode). Het gearceerde gebied betreft het negentigprocents betrouwbaarheidsinterval.

ESB

Regressieresultaten: Effect op de schuldquote, 1938–1948

TABEL 2

['42–'45] × normaal niveau vooroorlogse vaste activa	–0,017
['42–'45] × hoog niveau vooroorlogse vaste activa	–0,023
['46–'48] × normaal niveau vooroorlogse vaste activa	0,099***
['46–'48] × hoog niveau vooroorlogse vaste activa	0,015
Hoog niveau vooroorlogse vaste activa[1]	0,138***
Winstgevendheid	–0,279**
Aantal waarnemingen	1762

[1] "Hoog niveau vooroorlogse vaste activa" betreft het bovenste kwartiel van de vaste activa (als percentage van de totale activa) tussen 1938 en 1941
Noot: De regressie bevat ook enkele financieel-economische controlevariabelen: market-to-book-ratio, som van activa, dividend, liquiditeit, afschrijving en dummy voor conservatief waarderen van activa
/ Significant op respectievelijk vijf- en eenprocentsniveau*

ESB

De schattingen in tabel 1 laten zien dat er rondom beide belastingaankondigingen gemiddeld drie procent van de beurswaarde per bedrijf verloren ging. Als gekeken wordt naar het verlies aan totale beurswaarde (de gewogen index) ging bij de aankondiging van november 1940 ongeveer zes procent aan beurswaarde verloren. Tezamen kostte de beide belastingschokken beleggers minimaal 300 miljoen gulden. Dit komt neer op ruim twee miljard euro naar hedendaagse prijzen (IISG, 2019), of op ongeveer vijf procent van het jaarlijkse bruto binnenlands product (bbp) in de jaren veertig.

Deze resultaten moeten gezien worden als een ondergrens voor de totale bedrijfswaarde die de invoering van de vpb veroorzaakte: ten eerste bevatten onze data alleen beursgenoteerde ondernemingen en ten tweede zal de invoering al ten dele voorzien, en dus ingeprijsd, zijn geweest.

Als we de beurswaarde per bedrijf bestuderen, dan blijkt dat bij de invoering van de vennootschapsbelasting juist de winstgevende bedrijven relatief weinig waarde verloren. We nemen het verlies van de beurswaarde van elke onderneming en relateren dit aan haar financiële kerngegevens in een regressie. Bij de aankondiging van november 1940 is er geen duidelijk patroon in welke bedrijven er meer of minder hard geraakt werden. In mei 1942 zijn het echter vooral de minder winstgevende bedrijven waarvan de aandelenkoers sterk daalde. Dit resultaat is onverwacht: bedrijven die geen winst maken hoeven geen belasting te betalen, dus waarom de aandelen van deze bedrijven sterker reageren op de lastenverzwaring is onduidelijk.

Effect op de schuldquote

Een bekend effect van een belasting op bedrijfswinsten is dat het voor bedrijven aantrekkelijk wordt om meer schuld aan te trekken. Veel economen zullen dit effect wel kennen vanuit het artikel van Modigliani en Miller (1963), maar ook in de jaren veertig was het al duidelijk dat het aantrekken van schuld onder de vpb financieel aantrekkelijk was vanwege de aftrekbare rentelasten. Dit blijkt bijvoorbeeld uit het werk van de Groningse hoogleraar Meij (1946). Dit effect is vaak onderzocht, maar endogeniteit is daarbij een probleem. Belastingwijzigingen zijn namelijk vaak incrementeel, en worden lang van tevoren voorzien. In dit opzicht biedt ons historisch perspectief een waardevolle casestudy van een omvangrijke belastingverzwaring. Deze omvang zal ook niet voorzien zijn geweest. Een winstbelasting was weliswaar al langer onderwerp van discussie (Polak, 1940), maar de tarieven die in november 1940 en mei 1942 werden aangekondigd, waren vele malen hoger dan wat er voor de oorlog verwacht werd.

Figuur 1 toont het verloop van de schuldquote – de totale schuld als percentage van de totale activa – van beursgenoteerde ondernemingen tussen 1938 en 1948. We splitsen bedrijven in twee groepen: bedrijven die al vóór 1942 veel vaste activa hadden (het bovenste kwartiel), en de rest van de bedrijven. De achterliggende logica is dat bedrijven met veel vaste activa zich doorgaans ook zonder fiscale prikkels al grotendeels met schuld financierden. Het financieren van vaste activa met langlopende schulden was in de jaren dertig al gemeengoed in de Nederlandse bedrijfseconomie (Polak, 1930). Deze bedrijven zullen weinig capaciteit hebben gehad om de schuldquote verder te verhogen. Bedrijven met een laag of gemiddeld niveau van vaste activa zullen relatief minder schulden hebben gehad, en daarom sterker hebben gereageerd op de aankondigingen.

Uit figuur 1 blijkt dat bedrijven met veel vaste activa vóór de oorlog inderdaad aanzienlijk meer schulden hadden. Ook is te zien dat in de jaren kort na de oorlog de bedrijven met minder vaste activa hun schuldquote snel verhogen naar dit hogere niveau. Dit effect schrijven we toe aan de invoering van de vpb: weliswaar zal de oorlog ook andere effecten hebben gehad, maar voor zover deze effecten niet samenhangen met de mate van kapitaalintensiteit wordt er hiervoor gecorrigeerd.

Tussen 1942 en 1945 is er overigens nog geen verandering in de schuldquote waar te nemen; de invoering van de vpb had op dit punt dus geen onmiddellijk effect. Gezien de toenemende economische beperkingen in de latere oorlogsjaren (Klemann, 2002) is het niet verwonderlijk dat bedrijven in deze jaren de aanpassing naar de gewenste schuldquote nog niet konden maken.

Om in kaart te brengen wat het effect was van de veranderende belastingcontext op de schuldquote van bedrijven, schatten we een interactiemodel. De resultaten wor-

den weergegeven in tabel 2. Het blijkt dat bedrijven met minder vaste activa vóór 1942 en vanaf 1946, aanzienlijk inderdaad meer schuld aantrekken: hun schuldquote stijgt met 9,9 procentpunt. Net als in figuur 1 is er tussen 1943 en 1945 nog geen effect waar te nemen.

Dit alles is goed te rijmen met een effect van de invoering van de vpb. Na deze invoering wordt het, vanwege de aftrekbaarheid van rente, voor *alle* bedrijven aantrekkelijk om meer schuld aan te trekken. Maar omdat bedrijven met veel vaste activa doorgaans al veel schuld hebben, kunnen zij hun schuldquote niet meer wezenlijk verhogen. Bedrijven die vóór 1942 minder vaste activa hadden, hebben doorgaans nog ruimte om extra schuld aan te trekken – en maken hier, blijkens de regressieresultaten, vanaf 1946 dan ook gretig gebruik van.

Overigens zijn het, als we de steekproef opsplitsen naar relatief meer en minder winstgevende ondernemingen (niet getoond in de tabel), vooral de meer winstgevende bedrijven die extra schuld aantrekken.

Conclusie en implicaties voor huidige discussie

Met de invoering van de vpb ging een bedrag aan beurswaarde verloren ter grootte van circa vijf procent van het toenmalige bbp. Paradoxaal sloeg dit verlies juist neer bij minder winstgevende bedrijven. Verder gaf de vpb bedrijven een prikkel om extra schuld aan te trekken, iets wat we in de eerste jaren direct na de oorlog ook zien gebeuren.

De invoering van de vpb leert ons wat over de effecten van de vennootschapsbelasting op hedendaagse bedrijven. De sterke reactie van bedrijven en beleggers laat zien dat de vpb een belasting is die verstoringen met zich mee kan brengen. Dit komt doordat bedrijven veel invloed kunnen uitoefenen op de belastbare grondslag.

Zo wordt de prikkel om meer schuld aan te trekken, door veel economen als verstorend beschouwd (OESO, 2007; Ter Haar, 2020), omdat overmatige schuldfinanciering ook risico's met zich meebrengt – het kan bedrijven financieel kwetsbaarder maken, of leiden tot lagere investeringen door zogeheten *debt overhang*. Maar de vpb kan ook leiden tot andere verstorende prikkels, zoals de prikkel om kostbare, puur fiscaal gemotiveerde constructies op te zetten om winsten internationaal te verschuiven.

De recente afspraken die zijn gemaakt door de OESO beogen winstverschuivingen en (bovenmatige) schuldfinanciering tegen te gaan. Deze afspraken kunnen zelf echter ook leiden tot verstorende prikkels. Indien zij zorgen voor een hogere effectieve belastingdruk kan dat, zoals onze historische analyse aantoont, samen met de aftrekbaarheid van rente, ertoe leiden dat bedrijven meer schuld aantrekken.

Onder de huidige afspraken worden grote multinationals die veel vaste activa hebben of die hoge loonkosten betalen, ten dele ontzien van het effectieve minimumtarief van vijftien procent (OESO, 2021). Op basis van de nieuwe internationale afspraken is het daarom denkbaar dat deze prikkel vooral een risico tot verstoringen met zich mee zal brengen voor multinationals met weinig vaste activa en lage loonkosten.

Beperking van de aftrekbaarheid van rente in de Nederlandse vpb zou schuldvorming kunnen afremmen. Maar eenzijdige afschaffing is in de hedendaagse wereld met vrij verkeer van kapitaal geen goed idee: overheden moeten immers rekening houden met verplaatsing van winsten naar andere landen. Een land dat eenzijdig de renteaftrekbaarheid afschaft, zal ongetwijfeld te maken krijgen met verschuivingen van kosten en opbrengsten van de aldaar gevestigde multinationals. Juist hierom is het van belang om internationaal te coördineren hoe verstorende prikkels wereldwijd kunnen worden beperkt. En juist daarom zijn de internationale initiatieven die de laatste jaren hiertoe zijn genomen van groot belang.

Literatuur

Alphen, S.M.D.L. van (2011) *De Nederlandse fiscale wetenschap in de Tweede Wereldoorlog*. Afstudeerscriptie Universiteit van Tilburg. Te vinden op arno.uvt.nl.

Adriani, P.J.A. (1946) *Fiscale ervaringen in bezettingstijd, 1940–1945*. Amsterdam: L.J. Veen.

Dijker, R.A. (1946) De strijd tegen het voortbestaan van de naamlooze vennootschappen. In: P.J.A. Adriani (red.), *Fiscale ervaringen in bezettingstijd, 1940–1945*. Amsterdam: L.J. Veen, p. 30–36.

Essers, P. (2012) *Belast verleden: het Nederlandse belastingrecht onder nationaalsocialistisch regime*. Deventer: Wolters Kluwer.

Haar, B. ter (2020) *Op weg naar balans in de vennootschapsbelasting*. Rapport van de Adviescommissie belastingheffing van multinationals, 15 april. Te vinden op www.rijksoverheid.nl.

IISG (2019) *Waarde van de gulden versus de euro*. Internationaal Instituut voor Sociale Geschiedenis. Omrekeningstabel te vinden op iisg.amsterdam.nl.

Klemann, H.A.M. (2002) *Nederland 1938–1948: economie en samenleving in jaren van oorlog en bezetting*. Amsterdam: Boom.

Meij, J.L. (1946) *Weerstandsvermogen en financieele reorganisatie van ondernemingen*. Amsterdam: Elsevier.

Modigliani, F. en M.H. Miller (1963) Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.

OESO (2007) *Fundamental reform of corporate income tax*. OECD Tax Policy Studies 16. Parijs: OECD Publishing.

OESO (2021) *Statement on a two-pillar solution to address the tax challenges arising from the digitalisation of the economy*. Te vinden op www.oecd.org.

Oss, S.F. van (jaargangen 1938–1950) *Van Oss' Effectenboek*. Groningen: P. Noordhoff.

Polak, N.J. (1930) *Eenige grondslagen voor de financiering der onderneming*. Haarlem: De Erven F. Bohn.

Polak, J.C.W. (1940) *Besluit op de winstbelasting 1940; gids voor de praktijk*. Den Haag: W.P. van Stockum & Zoon.

Vries, J. de (1976) *Een eeuw vol effecten: historische schets van de Vereniging voor de Effectenhandel en de Amsterdamse Effectenbeurs, 1876–1976*. Amsterdam: Vereniging voor de Effectenhandel.

Statistiek

Aantal mensen in de Wet schuldsanering daalt na decentralisatie

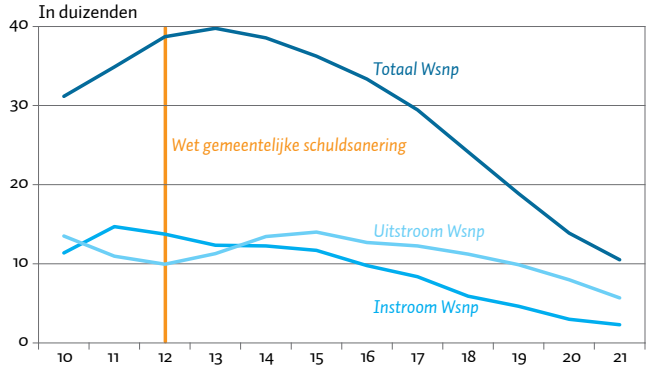
Het aantal mensen in de Wet schuldsanering natuurlijke personen (Wsnp) laat een dalende trend zien vanaf 2013 (figuur). Of de schuldenproblematiek ook echt is afgenomen kan echter niet worden gesteld. Vanaf 2012 is schuldhulp namelijk gedecentraliseerd, waardoor gemeenten steeds meer schuldhulpverlening overnemen. Het zou dus goed kunnen dat het dalende aantal mensen in de Wsnp weinig zegt over schulden, maar vooral iets zegt over welke instantie erbij helpt.

Wie in de schulden belandt, kent grofweg drie fasen. Ten eerste kan je vrijwillig schulden afbetalen. Bereik je geen overeenstemming met de schuldeiser, dan kan de rechter je dwingen tot betaling via een deurwaarder, die ook beslag kan leggen. Zijn er meerdere schulden en beslagen, dan komt de Wet schuldsanering natuurlijke personen in zicht. In meestal drie jaar tijd wordt er zo veel mogelijk afbetaald, waarna de resterende schuld wordt kwijtgescholden.

Vanaf 2011 worden er minder schuldsaneringen uitgesproken, waardoor vanaf 2013 het totale aantal mensen in de Wsnp daalt. Tegelijkertijd wordt de Wsnp echter gedecentraliseerd. Zo werd het in 2012 wettelijk geregeld dat gemeenten een taak hebben bij het vroegtijdig bereiken van mensen met schulden. Mensen die schuldhulp ontvangen van de gemeente komen dan minder vaak in de Wsnp terecht.

De jaarverslagen van gemeenten over het jaar 2021 bevestigen dat gemeenten steeds meer zelf schuldhulp verlenen. De in 2012 ingevoerde Wet gemeentelijke schuldsanering (Wgs) werd op 1 januari 2021 gewijzigd. Verhuurders, drinkwaterbedrijven, energieleveranciers en zorgverzekeraars mogen nu gemeenten waarschuwen als hun inwoners betalingsachterstanden hebben. Het gevolg is dat de instroom in de Wsnp nog verder daalt, terwijl de instroom in de vroegsignaleringstrajecten toeneemt. De afname van mensen in de Wsnp laat dus vooral iets zien over de rol van gemeenten. Dat de gemeenten hun werk goed doen, omdat ze vroegtijdig schulden oplossen en mensen zo sneller de draad van hun leven weer kunnen oppakken, is een aanname. Zoals met alle decentralisaties zouden de sociale gevolgen goed gemonitord moeten worden, en zou er altijd de mogelijkheid van een hercentralisatie open moeten blijven. ▪ **Piet Rietman** (ABN Amro)

Aantal personen in de Wet schuldsanering natuurlijke personen



Data: CBS | ESB

Werknemers zijn zich niet bewust van automatiseringsrisico's

Bij het kiezen van werk of opleiding en het inschatten van de noodzaak voor omscholing is een vooruitzicht op baanzekerheid belangrijk. Het automatiseringsrisico is hierbij, gezien de technologische vooruitgang, een belangrijk aspect. Toch blijkt dat werknemers slecht kunnen inschatten in hoeverre automatisering hun baan bedreigt.

Om het automatiseringsrisico in te schatten, gebruiken we een maatstaf die beroepen classificeert in laag, gemiddeld en hoog automatiseringsrisico. Deze classificering van het automatiseringsrisico leggen we naast de enquêtedata waarbij werknemers zelf het risico op baanverlies door automatisatie moeten inschatten (figuur).

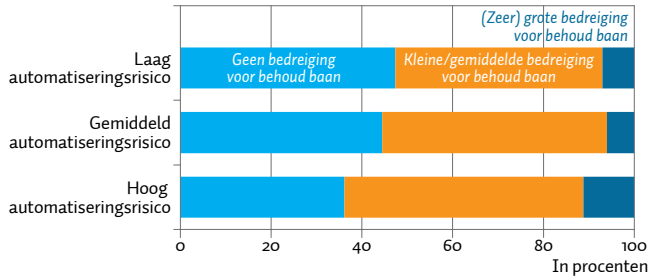
Het blijkt dat er weinig verschillen zijn in hoe werknemers het automatiseringsrisico inschatten, ongeacht de verschillende risiconiveaus volgens de maatstaf (figuur). Ruim vier op de tien mensen in beroepen met een klein of gemiddeld automatiseringsrisico geven aan in dit opzicht geen bedreiging te ervaren. Voor mensen in beroepen met een hoog automatiseringsrisico is dit aandeel met 36 procent amper lager.

Ook als we naar het percentage werkenden kijken dat de kans op baanverlies door automatisering (zeer) hoog inschat, dan zien we opvallend kleine verschillen naar automatiseringskansen van het beroep. Zeven procent van de mensen werkzaam in een beroep met lage automatiseringsrisico's ervaart een (zeer) grote dreiging van automatisering. Dit percentage is, met zes procent, vrijwel gelijk in beroepen die een gemiddeld automatiseringsrisico hebben. Hoewel significant hoger, ervaart slechts elf procent van de mensen die in een beroep met een hoog automatiseringsrisico een (zeer) grote bedreiging van automatisering voor baanbehoud.

Deze resultaten suggereren dat veel mensen de kansen op baanverlies door automatisering onderschatten. Voorbeelden van beroepen die geclassificeerd zijn als banen met een hoog automatiseringsrisico – maar waarbij de werknemers een dergelijke dreiging niet ervaren – zijn winkelverkoopassistenten, kantoorbedienden in het algemeen, en accountants.

Zolang werknemers geen noodzaak zien tot om- of bijscholing, is het niet te verwachten dat zij zich zullen voorbereiden op de komende veranderingen in de arbeidsmarkt. Het is daarom belangrijk ervoor te zorgen dat werknemers beter op de hoogte zijn van de automatiseringsrisico's van hun beroep. ▪ **Annemarie Künn-Nelen** (ROA)

Inschatting automatiseringsrisico van werknemers



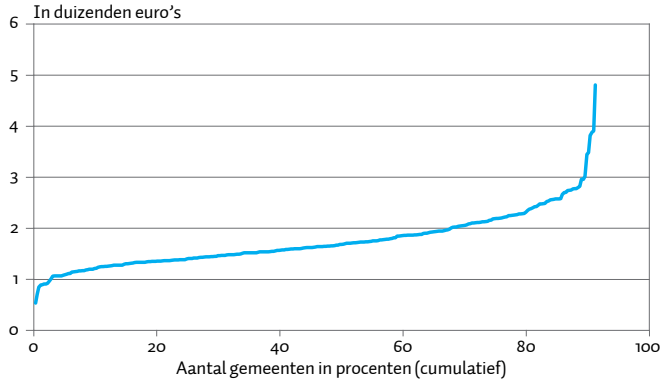
Noot: Automatiseringsrisico's gebaseerd op Frey, C.B. en M. Osborne (2017) The future of employment: How susceptible are jobs to computerisation? Technological Forecasting and Social Change, 114, 254-280.

Data: LLO-enquête 2017, 2020 | ESB

Kosten bouwvergunning verschillen maar beperkt tussen gemeenten

Voor een verbouwing of nieuwbouw is er vaak een vergunning van de gemeente nodig. Hiervoor betaalt de aanvrager leges. Deze tarieven verschillen per gemeente, waardoor een bouwvergunning voor eenzelfde project in de ene gemeente duurder is dan in de andere. Jaarlijks wordt er in de media gewezen op dit verschil, door de duurste en goedkoopste gemeente te vergelijken. In 2022 betaal je bijvoorbeeld in Den Haag 533 euro voor een project van 53.300 euro (exclusief btw). Op Terschelling is dit 4.808 euro. Zo bekeken lijken die verschillen inderdaad aanzienlijk. Een volledig beeld laat echter zien dat de meeste gemeenten slechts matige verschillen in kosten vertonen.

Kosten bouwvergunning per gemeente in 2022



Noot: Voor een project van 53.300 euro (exclusief btw)

Data: COELO | ESB

In het overgrote deel van de gemeenten is het te betalen bedrag afhankelijk van de bouwsom, bijvoorbeeld een percentage van de bouwsom. Ook zijn er gemeenten die staffels hanteren: voor een bouwproject dat minder kost dan 50.000 euro wordt er dan bijvoorbeeld een lager bedrag betaald dan voor een bouwproject dat tussen de 50.000 euro en 100.000 euro kost. De opbrengst uit de leges moet worden gebruikt om de kosten te dekken rondom de individuele dienstverlening – de gemeente mag er geen winst op maken.

De figuur toont welk bedrag er in 2022 wordt betaald voor deze bouwvergunning bij een project van 53.300 euro (exclusief btw). Van gemeenten die een andere grondslag hanteren dan de bouwsom, is het niet bekend welke bedragen er worden betaald.

De figuur laat zien dat de frequentieverdeling redelijk vlak is. Een inwoner is in 2022 gemiddeld 1.617 euro kwijt voor een bouwproject van 53.300 euro. In 71 procent van de gemeenten liggen de lasten tussen de 1.000 euro en 2.000 euro.

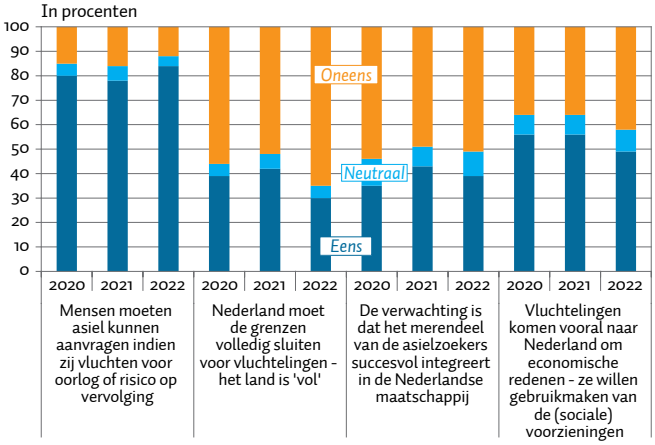
Verschillen zullen er overigens altijd zijn. Bij een uitgave aan een bouwvergunning, maakt de ene gemeente hogere kosten dan de andere. Dat kan bijvoorbeeld komen door de mate van dienstverlening of de fysieke kenmerken (zoals de omvang) van een gemeente. Daarnaast kunnen gemeenten andere keuzen maken bij hoe men deze kosten over de aanvragers verdeelt.

▪ **Corine Hoeben en Linda Toolsema** (COELO)

Nederlanders in 2022 positiever tegenover vluchtelingen

In 2022 zijn Nederlanders positiever geworden over de opvang van vluchtelingen ten opzichte van voorgaande jaren (figuur). Anno 2022 vindt 84 procent van de Nederlandse respondenten dat mensen asiel moeten kunnen aanvragen indien ze vluchten voor oorlog of risico lopen op vervolging (figuur). In 2021 was dat nog 78 procent. Ook het percentage dat vindt dat Nederland 'vol' is, daalde het laatste jaar aanzienlijk, van 42 tot 30 procent. Op beide vlakken blijven Nederlanders iets coulanter dan het Europese en mondiale gemiddelde. Toch blijft er ook in Nederland scepsis bestaan over het toelaten van meer vluchtelingen: de helft van de Nederlandse respondenten heeft twijfels over de integratie van vluchtelingen. Ook is nog ongeveer de helft van de Nederlandse respondenten van mening dat vluchtelingen vooral om economische redenen naar Nederland komen en gebruik willen maken van de (sociale) voorzieningen. Wel daalde in 2022 het percentage Nederlanders met dit wantrouwen van 56 naar 49 procent.

Nederlandse houding tegenover vluchtelingen



Data: Ipsos | ESB

De oorlog in Oekraïne lijkt een van de oorzaken te zijn van deze veranderende houding ten opzichte van vluchtelingen. Bijna de helft van de Nederlandse respondenten geeft bijvoorbeeld aan de afgelopen twaalf maanden vluchtelingen te hebben geholpen, waarvan ongeveer de helft weer aangeeft dat zij daartoe gemotiveerd waren door de situatie in Oekraïne. Binnen het internationale panel staat Nederland zelfs op de derde plaats wat betreft het percentage mensen dat financiële of materiële hulp heeft verleend aan vluchtelingen.

Ook de krapte op de Nederlandse arbeidsmarkt kan bijdragen aan de verbeterde houding tegenover vluchtelingen. Vanwege de *Regeling Tijdelijke Bescherming Oekraïne* mogen Oekraïense vluchtelingen direct aan de arbeidsmarkt deelnemen. Volgens cijfers van UWV hadden tussen april en juni van dit jaar reeds 24.000 Oekraïense vluchtelingen werk gevonden in Nederland. Een positieve ervaring op de werkvloer draagt mogelijk verder bij aan het verbeterde imago van asielzoekers.

▪ **Thierry Belt, Maartje de Groot en Nienke Oomes**
(SEO Economisch Onderzoek)

‘Ik wilde de kijkers van Zomergasten laten nadenken over klimaateconomie’

Op zondag 31 juli was Sandra Phlippen, oud-hoofdredacteur van ESB, te gast bij het programma Zomergasten. ESB blikt met haar op de uitzending terug.

Wat dacht je toen je de uitnodiging van Zomergasten ontving?
“Toen heb ik direct ja gezegd voordat de redacteur haar vraag volledig had uitgesproken. Vooral vanwege het feit dat ik een filmfanaat ben en mijn hele familie ook. Het is eigenlijk een lang gekoesterde droom. We kijken Zomergasten thuis ook altijd.”

Je bent de eerste actieve hoofdeconoom van een bank in het 34-jarig bestaan van Zomergasten. Waarom zouden ze jou benaderd hebben?
“Dat hebben ze me uitgelegd. Ten eerste omdat ik, door mijn achtergrond in de economie én de sociologie, de economie analyseer vanuit een brede maatschappelijke blik en me nadrukkelijk op de gedragskant richt. Ten tweede wilden ze, vanwege de economische turbulentie, een econoom in de uitzending hebben. En ze vonden dat ik over complexe vraagstukken eenvoudig praat. Dat ze bij een bankeconoom uit waren gekomen, was min of meer toevallig.”

Had je vooraf een bepaald doel?
“Zeker. Ik wilde de ernst van de klimaatproblematiek benadrukken en mensen meenemen in de beleidsvraagstukken, mede vanuit een economisch perspectief. Veel Zomergasten-kijkers zijn anti-economie, en vinden bijvoorbeeld marktwerking een negatief concept. Ik wilde ze laten nadenken over welke beleidsmaatregelen op een maatschappelijk draagvlak kunnen rekenen én betaalbaar zijn. Ik denk dat het linkse landschap, met VPRO Tegenlicht als beste voorbeeld, net zo populistisch is als sommige rechtse politieke stromingen. De neiging is snel om te denken dat die ‘tokkies op rechts het allemaal niet begrijpen’. Ik wilde nuance door het te hebben over zowel het maatschappelijk wenselijke als de kosten ervan.”

SANDRA PHLIPPEN
Hoofdeconoom bij ABN Amro

Terwijl jij je als hoofdeconoom zorgen maakt over klimaatverandering, is de winst van banken nu sinds de kredietcrisis op het hoogste niveau [Aslan en Stam, 2022]. Doen de banken wel genoeg?
“Nee, daar doen ze nog niet genoeg aan. Maar om te weten wat ‘genoeg’ betekent, moet je eerst een paar tussenstappen zetten. Dat begint met het maken van scenario’s: wat gaat het beleidsscenario van anderhalve graad opwarming per jaar betekenen voor elke sector in de Nederlandse economie? Daar zijn we bij de bank nu mee bezig. Als je dat hebt gedaan, dan kun je de blootstelling van de klanten in je portefeuille ten aanzien van de transitie- én de opwarmingsrisico’s meten. Daarop kan je dan je beleid baseren om die risico’s zoveel mogelijk te verkleinen, bijvoorbeeld door bedrijven te helpen met het reduceren van hun uitstoot. Veel is nog onbekend, dus dit gaat over jaren werk. Ik vind het verstandig dat we geen dingen doen zonder te weten waar we staan en wat er nodig is.”

Je neemt iedere vijf jaar een half jaar rust. Moeten we je dan ook missen in de media?
“Dat zou heel goed kunnen. Daar had ik nog niet over nagedacht. Ik heb wel voor mezelf besloten dat ik nog niet klaar ben binnen de bank. Ik ben net lekker bezig. Maar ik blijk in de luxe positie te verkeren dat de bank een standaard personeelsbeleid heeft dat iedereen er elke vijf jaar zes maanden tussenuit kan, waarvan deels betaald. Dus ik ga die regeling gebruiken om mijn academische onderzoeksagenda weer een stap verder te brengen. Daarna ga ik weer door bij de bank.”

Literatuur

Aslan, B. en P. Stam (2022) *Winst Nederlandse banken in 2021 op recordniveau sinds kredietcrisis*. Statistiek, 22 juni. Te vinden op esb.nu.

RIK LEIJSEN
Redactiemedewerker

Colofon

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

Organisatie
ESB is een uitgave van FD Mediagroep
De Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde is houder van de merknaam ESB

Hoofdredactie: Jasper Lukkezen, Robert Kleinknecht
Redactie: Yrla van de Ven, Elisa de Weerd, Ron Stoop, Bakou Mertens en Olivier Flinterman

Redactiemedewerkers: Thijs Busschots en Rik Leijsen
Tekstredactie: De Twee Hanen v.o.f.
Vormgeving: Jacques van Schie
Uitgever: Mariska van der Westen

Commissie van redactie
H.G. van Dissel (voorzitter), P.H.B.F. Franses, E. de Jong , H.J. de Jong, A. van Witteloostuijn, A.C. Meijdam, H.P. Møllgaard en J. Plantenga

Afbeeldingen
Roger Klaassen; iStock / Morakot Kawinchan, DisobeyArt, imaginima, Cemile Bingol, Maica, peshkov, Eduardo1961, zapatisthack, wrangel

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/service/abonneren

Contact
Redactie: 020 592 87 77; redactie@esb.nu
Klantenservice: 0800 333 33 34; klantenservice@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*:
15 sep., 20 okt., 17 nov., 22 dec.

FD MEDIAGROEP

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

Sign up for our free newsletter now.

SINDS 1916

Meer dan 11.500 economen
ontvangen onze wekelijkse nieuwsbrief
www.esb.nu/aanmelden