



Lage rente

**HELEEN MEES, COEN TEULINGS, HAN DE JONG,
LISANNE SPIEGELAAR, MENNO MIDDELDORP, BAS JACOBS, JAN KAKES,
JORIEN FRERIKS, JAN WILLEM VAN DEN END EN KLAAS KNOT**

DAARNAAST BIJDRAGEN VAN
**OSCAR SOONS, NINA PETERS, WILTE ZIJLSTRA, BERNADETTE BARON,
MICHIEL VAN LEUVENSTEIJN, MAURICE BUN EN BAHAR ÖZTÜRK**

**NIEUWJAARS-
ARTIKEL**
MAARTEN CAMPS
PAGINA
6-9

Van de voorzitter

We kijken terug op een najaar met veel KVS-activiteiten! Direct na de zomer was er het KVS Miljoenennotagesprek in De Balie in Amsterdam. Het traditionele gesprek op de avond van Prinsjesdag stond dit keer onder leiding van Jasper Lukkezen en werd gevoerd met Raymond Gradus, Wimar Bolhuis en Anna Dijkman. In november volgde een bruisende Nederlandse Economendag met volop uitwisseling en debat, en aan het eind een inspirerende Tinbergen-lezing door Larry Katz (Harvard) over de race tussen onderwijs en technologie. Begin december werden de KVS Preadviezen gepresenteerd bij het Centraal Planbureau.

De Preadviezen kenden in 2019 een bijzonder karakter, omdat het precies vijftig jaar geleden was dat Jan Tinbergen de Nobelprijs voor de economie won. Ter ere daarvan voerden de preadviseurs Eric Bartelsman en Esther-Mirjam Sent een serie dubbelinterviews met Nobelprijswinnaars in de economie en prominente beleidsmakers. Een weergave van deze indrukwekkende gesprekken vond niet alleen zijn weg naar onze leden, maar ook naar alle lezers van Het Financieele Dagblad, dat in december elke zaterdag een dubbelinterview publiceerde.

Tenslotte vond half december nog een goed bezocht KVS Economencafé plaats in hartje Den Haag. Jan Emmanuel de Neve (Oxford) sprak over economische groei en welzijn, en Marieke Blom en Sjef Ederveen gaven reacties.

Ook het komende half jaar kunt u weer volop activiteiten verwachten. Nieuw is een activiteit voor economiestudenten in samenwerking met de Rotterdamse studievereniging Aeclipse: de Nationale Economie Olympiade. Begin maart zullen teams van economiestudenten uit het hele land strijden om de eer en een geldprijs.

Net als vorig jaar vinden de KVS New Paper Sessions plaats op de campus Den Haag van de Universiteit Leiden – een mogelijkheid bij uitstek om nieuwe onderzoeksresultaten te presenteren en bediscussiëren. Daarnaast zal richting de zomer de KVS Jaarlezing gehouden worden bij De Balie in Amsterdam en zijn er verschillende KVS Economencafé's in ontwikkeling, op verscheidene plaatsen in het land.

We hopen u binnenkort weer te zien bij één van de vele activiteiten! Houd de KVS-website en uw e-mailbox goed in de gaten voor aankondigingen van onze activiteiten.

Wij wensen u een productief maar bovenal een gelukkig 2020!

Prof.dr. Robert Dur
Voorzitter KVS



Inhoud

Actueel	2
Uitgelicht	4
Nieuwjaarsartikel: Onze economie vraagt om meer Europese ambitie MAARTEN CAMPS	6

Lage rente

Inleiding: Na veertig jaar moet het roer weer om JASPER LUKKEZEN	10	Beperken systeemrisico's lage rente vereist nieuwe instrumenten LISANNE SPIEGELAAR EN MENNO MIDDELDORP	24
De rente is laag omdat China en India nu economisch meedoen HELEEN MEES	12	Beleidsfouten dreigen door verkeerde conclusies uit houdbaarheidssommen BAS JACOBS	28
Vier misvattingen over het opkoopbeleid van de Europese Centrale Bank COEN TEULINGS	16	Negatieve rente knaagt aan rentemarge banken JORTIEN FRERIKS, JAN KAKES EN JAN WILLEM VAN DEN END	32
Nadelen van de lage rente doen zich vooral op microniveau voor HAN DE JONG	20	Column: Omgaan met een langdurig lage rente KLAAS KNOT	35



Structurele divergentie binnen eurogebied blijft bestaan OSCAR SOONS	36
Extra optie stuurt keuze bij schadeverzekeringen NINA PETERS EN WILTE ZIJLSTRA	41
Complexe pensioenregelingen zijn duurder BERNADETTE BARON EN MICHEL VAN LEUVENSTEIJN	42
Hoger Amerikaans tarief op Europese auto's raakt vooral Duitsland MAURICE BUN EN BAHAR ÖZTÜRK	44
Statistiek	46
Ceteris paribus	48



Januari

- 16 **Tinbergen Seminar Amsterdam** – *The conversion of customary land in developing country cities*, Pierre Picard (Université du Luxembourg)
Erasmus Lezing – *The life of commerce at sea*, Laleh Khalili (Queen Mary University, Londen)
- 17 **Pakhuis de Zwijger** – *De kunst van het ongelukkig zijn*, Dirk De Wachter (KU Leuven)
- 20 **Erasmus Lezing** – *Inclusion in higher education*, o.a. Semiha Denktas (Erasmus Universiteit Rotterdam)
- 21 **Pakhuis de Zwijger** – *De vliegende Hollanders: Wat is de toekomst van de Nederlandse luchtvaart?* o.a. Henri Weij (TU Delft)
- 23 **Tinbergen Seminar Amsterdam** – *Shrouded attributes of workplace incentive contracts: the case of the ratchet effect*, Johannes Abeler (Oxford University)
- 27 **Pakhuis de Zwijger** – *Open over geld*, o.a. Jaap Koen Bijma (Democratische Vernieuwing)
Pakhuis de Zwijger – *Van wie is de circulaire stad?* O.a. Ellen van Bueren (TU Delft)
- 28 **ACLE Research Seminar** – *Differentiated treatment in platform-to-business relations*, Inge Graef (Tilburg University)
- 29 **Pakhuis de Zwijger** – *Echte groene groei*, o.a. Kees Vendrik (Triodos Bank)
- 30 **Tinbergen Seminar Amsterdam** – *The stationary spatial equilibrium with migration costs*, Gabriel Ahlfeldt (London School of Economics)

GROENE GROEI

Volgens sommigen is economische groei nodig om de klimaatdoelen te halen. Maar lang niet alle economische groei is groene groei. Een groot deel van de activiteiten die economische groei genereren, kunnen die groene groei juist in de weg zitten. In plaats van te focussen op economische groei, zouden we ook kunnen kijken naar groene groei. Maar hoe meten we dat? En bestaat er wel zoiets als groene groei van onze economie? Met o.a. Kees Vendrik (Triodos Bank) en Marleen Janssen Groesbeek (Hogeschool Avans) wordt er in Pakhuis de Zwijger gesproken over de kansen en uitdagingen van groene groei.

Februari

- 4 **U.S.E. Research Seminar** – *Banking, corporate governance and corporate finance*, Marc Gabarro (Universität Mannheim)
- 6 **KNAW Symposium** – *De economie op zijn kop*, o.a. Lans Bovenberg (Tilburg University)

MARKTDENKEN

Op Boxing Day, in Nederland Tweede Kerstdag, liggen de winkels vol met koopjes. Op internet zijn volop beelden te vinden van klanten die ruziën om een broek of een paar schoenen. Mensen denken gelukkig te worden van deze koopjes, maar is dat wel zo? Op dit KNAW Symposium analyseren o.a. Marc Beckmann (Rethinking Economics) en Lans Bovenberg (Tilburg University) of er in het huidige marktdenken meer ruimte is voor de wensen van de consument. Want de markt biedt wat de consumenten vragen, maar weet de consument wel wat hij echt wil?

Promotie Jurre Thiel

Competition, dynamic pricing and advice in frictional markets: theory and evidence from the Dutch market for mortgages

Vrije Universiteit Amsterdam,
14 januari 2020



In het economische standaardmodel kiezen consumenten het product dat het beste bij hen past. Veel markten hebben echter eigenschappen die het consumenten bemoeilijken om het beste product te vinden. Overstapkosten vormen een prominent voorbeeld van zo'n frictie. Hoewel overstapkosten voor steeds meer markten gedocumenteerd worden, begrijpen we nog niet goed welke beleidsmaatregelen zinvol zijn in dergelijke markten.

In dit proefschrift onderzoek ik dit in de Nederlandse hypotheekmarkt. Overstappen in deze markt is duur: een gemiddeld huishouden is, naast tijd en energie, ongeveer 3.500 euro kwijt als het na het einde van zijn rentevaste periode wil overstappen naar een andere aanbieder. Blijvende klanten zijn dus 'opgesloten' bij hun huidige aanbieder en hypotheekaanbieders kunnen hun hogere rentes vragen. Sinds 2013 is dergelijke prijsdiscriminatie bij wet verboden door het zogeheten eensporige rentebeleid. Het is vanuit theoretisch oogpunt echter niet evident dat een dergelijk verbod positief uitpakt. Hoewel het in de lijn der verwachting ligt dat blijvende klanten lagere rentes gaan betalen, is het mogelijk dat de rente voor nieuwe klanten hoger wordt. Aangezien deze vorm van prijsdiscriminatie veel voorkomt – denk aan introductieaanbiedingen voor telefoonabonnementen – is het van belang dat er empirisch onderzoek gedaan wordt naar de effecten ervan. Het

eensporige rentebeleid biedt daar een ideaal natuurlijk experiment voor.

Ik onderzoek de welvaartseffecten van het eensporige rentebeleid door een structureel model van de Nederlandse hypotheekmarkt te schatten. Dit model houdt expliciet rekening met de prikkels die banken hebben om dynamisch te prijzen. Immers, een nieuwe klant moet over tien jaar prolongeren en is wegens overstapkosten dan bereid meer te betalen voor zijn hypotheek.

Volgens mijn resultaten heeft het eensporige rentebeleid de welvaart met gemiddeld 125 euro per hypotheek per jaar verhoogd. De welvaartswinst komt voornamelijk doordat consumenten meer van efficiëntere aanbieders kopen: vóór het eensporige rentebeleid stapten veel consumenten aan het einde van hun rentevaste periode over van efficiëntere op minder efficiënte banken. Dit mechanisme is nog niet eerder gevonden in de literatuur maar is waarschijnlijk ook van belang in andere markten met overstapkosten.

Oraties

Tilburg University

Arjan Lejour – *The burden of untaxed profits: tax avoidance in the Netherlands*



Promoties

Radboud Universiteit

Maja Ročak – *The experience of shrinkage. Exploring social capital in the context of urban shrinkage*, 10 januari



Thabo van Woudenberg – *Social network interventions that promote physical activity among adolescents*, 16 januari



Take Sipma – *Economic insecurity and populist radical right voting*, 17 januari



Xue Wang – *The political economy of sovereign wealth funds, particularly pension reserve funds*, 10 februari



Rijksuniversiteit Groningen

Johannes Kleinhempel – *Essays in comparative international entrepreneurship research*, 9 januari

Petra van Heugten – *Talent in international business defined: implications and applications for honours education*, 15 januari

Tilburg University

Marko Maletic – *Essays on international finance and empirical asset pricing*, 15 januari

Zilong Niu – *Essays in empirical asset pricing and international finance*, 20 januari

Bjorn Lous – *On free markets, income inequality, happiness and trust*, 31 januari

Universiteit Utrecht

Tina Venema – *Preferences as boundary condition of nudge effectiveness: the potential of nudge under empirical investigation*, 17 januari



Karla Münzel – *Access over ownership on supportive conditions for scaling up carsharing*, 24 januari



Jochem Klompmaker – *Health effects of combined exposure to surrounding green, air pollution and traffic noise*, 28 januari

Universiteit van Amsterdam

Aart Jonkers – *Insider guarantees in corporate finance. An economic analysis of Dutch, US and German law*, 17 januari

Vrije Universiteit Amsterdam

Ting Zhou – *Landscape service provisions and preferences on the urban-rural fringe*, 22 januari





(Bio)plastic

We moeten nog wennen aan biologisch afbreekbaar plastic. Het hoort in de gft-afvalbak, maar in een veldexperiment met een limonadesmaaktest gooide negentig procent van de mensen het afbreekbare bekertje bij het gewone afval. Ansink et al. lieten in het experiment zien dat ook voorlichting in de vorm van informatie over recyclen niet helpt. Dat is ongelukkig, want pas als we ons gedrag aanpassen zijn bioplastics echt goed voor het milieu.

[Ansink, E., L. Wijk en F. Zuidmeer \(2019\) No clue about bioplastics. Tinbergen Institute Discussion Paper, 19-084/VIII.](#)



Stemmen als het moet

De opkomst bij verkiezingen in geïndustrialiseerde landen is de laatste decennia sterk gedaald. Om de opkomst te vergroten, gold daarom tussen 1986 en 1992 stemplicht in de Oostenrijkse deelstaten Karintheën Salzburg. Gaebler et al. onderzochten de effecten hiervan op politieke betrokkenheid van burgers, gemeten in opkomst tijdens de verkiezingen, het vertrouwen in de overheid en partijlidmaatschap. Ze gebruikten hiervoor een *difference-in-differences*-analyse in twee nabijgelegen steden in andere provincies. Stemplicht verhoogde de opkomst tijdens de verkiezingen met 3,5 procentpunt, maar had na afschaffing geen blijvend effect. De stemplicht verhoogt politieke betrokkenheid, maar heeft dus geen langdurig effect.

[Gaebler, S., N. Potrafke en F. Roesel \(2019\) Compulsory voting and political participation: empirical evidence from Austria. Ifo Working Paper, 315, 01-56.](#)

Vermogen erven

Piketty zette in 2014 de toenemende vermogensongelijkheid op de agenda. Doordat vermogen een groter rendement haalt dan werken, leidt dit zonder erfbelasting tot grotere vermogensongelijkheid. Bij het Centraal Planbureau onderzochten Groot et al. de vermogensongelijkheid in Nederland op basis van microdata van het Centraal Bureau voor de Statistiek en gegevens over erfenissen en schenkingen tussen 2007 en 2015. Het blijkt dat, hoewel vermogende huishoudens vaker erfenissen of schenkingen ontvangen, de vermogensongelijkheid hier per saldo niet verandert. Het vermogen wordt slechts overgedragen van de oudere en rijkere generatie op de volgende, minder vermogende, generatie.

[Groot, S., M. Lever en J. Möhlmann \(2019\) Effect van erfenissen en schenkingen op vermogensongelijkheid en de rol van belastingen. CPB Notitie, december.](#)

Stage lopen

Stages kunnen ook te succesvol zijn. Neyt et al. onderzochten de effecten van stages in het voortgezet onderwijs op het voortgezet onderwijs op het arbeidsperspectief van leerlingen in België en laten zien dat zulke stages goed voorbereiden op de arbeidsmarkt. Ze leiden namelijk tot een grotere kans op een vaste dienstaanstelling, maar daarentegen tot een kleinere kans om na het voortgezet onderwijs door te stromen naar een vervolgopleiding.

[Neyt, B., D. Verhaest en S. Baert \(2019\) The impact of internship experience during secondary education on schooling and labour market outcomes. IZA DP, 12778.](#)



(On)gelukkig

Een verhoogde pensioenleeftijd heeft niet alleen financiële gevolgen, maar heeft ook invloed op het welzijn van de bevolking. Om deze effecten beter te begrijpen, onderzoeken Picchio en Van Ours het mentale welzijn van ouderen na hun pensioen. Op basis van een fuzzy discontinuïteitsregressie concluderen zij dat het pensioen een positief effect heeft op het welzijn van zowel de man als zijn partner, wanneer de man met pensioen

Klimaatverandering en ongelijkheid

Sub-Sahara-Afrika zal meer dan andere gebieden getroffen worden door de klimaatverandering. De droogte zal vooral de voedselvoorziening in gevaar brengen. Dit resulteert in verslechterde gezondheid en heeft ook grote impact op de ontwikkeling van het land. Haile et al. onderzoeken de gevolgen van droogte op de kwetsbaarste groep in Ethiopië: kinderen. Op basis van paneldata over onderwijsduur, gezondheid en inkomensvariabelen blijkt dat droogte leidt tot slechtere gezond-

4,3% was het ziekteverzuimpercentage in 2018.
Dat ruim een kwart lager dan in 2001 (Bron: CBS).



met pensioen

gaat. Wanneer de vrouw met pensioen gaat, is er geen significant effect. Bij alleenstaanden is echter een negatief effect te onderscheiden, dat waarschijnlijk gerelateerd is aan eenzaamheid. Deze daling is voor zowel alleenstaande mannen als alleenstaande vrouwen significant, hoewel de effecten voor mannen sterker zijn.

Picchio, M. en J. van Ours (2019) *The mental health effects of retirement*. Tinbergen Institute Discussion Paper, TI 2019-081/V.

heid en minder scholing bij meisjes. Omdat er in het land een sterke geslachtsbias bestaat, moeten meisjes eerder meehelpen op het land en worden ze daarvoor van school gehaald. Klimaatverandering versterkt dus de genderongelijkheid in Ethiopië.

Haile, K.K., N. Tirivayi en E. Nillesen (2019) *Climate shocks, coping responses and gender gap in human development*. UNU-MERIT Working Paper, 2019-052.

Schone lucht

Niet alleen steden in Azië, maar ook in Europa kampen met de economische gevolgen van luchtvervuiling. Dechezleprêtre et al. combineerden satellietdata van luchtkwaliteit met regionale economische statistieken over de periode 2000–2015 en lieten met behulp van een instrumentele-variabele-analyse zien dat een tien procent hoger fijnstofniveau leidt tot een 0,8 procent lager nationaal inkomen. Lagere productie per werknemer, bijvoorbeeld door ziekte, lijkt daarvan de belangrijkste oorzaak. Het verminderen van luchtvervuiling in Europa kan dus leiden tot economische groei.

Dechezleprêtre, A., N. Rivers en B. Stadler (2019) *The economic cost of air pollution: evidence from Europe*. OECD Economics Department Working Paper, 1584.

The old boys' club

Is er nog steeds sprake van een *old boys' network*? Aan de hand van data van managerveranderingen in een grote financiële organisatie analyseren Cullen en Perez-Truglia de invloed van het geslacht van de manager op de kans op promotie van ondergeschikten. Mannen worden sneller gepromoveerd door een mannelijke dan door een vrouwelijke manager, voor vrouwen maakt het geslacht van de manager niet uit. Een verklaring is dat mannen meer tijd doorbrengen met hun leidinggevende. Als zowel de manager als de ondergeschikte rookt, is dit helemaal het geval.

Cullen, Z.B. en R. Perez-Truglia (2019) *The old boys' club: schmoozing and the gender gap*. NBER Working Paper, 26530.

Big brother

Spionage door de overheid is slecht voor de economische groei. Lichter et al. vinden dit door de regionale verschillen in het aantal Stasi-spionnen in voormalig Oost-Duitsland te gebruiken in hun analyse. Ze vinden dat spionage leidde tot laag sociaal en institutioneel vertrouwen. Dit lagere vertrouwen schaadt de groei van het nationale inkomen op langere termijn: de werkloosheid is hoger en het aantal zelfstandigen lager.

Lichter, A., M. Löffler en S. Sieglloch (2019) *The long-term costs of government surveillance: insights from Stasi spying in East Germany*. CESifo Working Paper, 6042.



Spaaroverschot

Het Nederlandse overschot op de lopende rekening behoort tot het hoogste in de wereld. Dit kan een teken zijn van onderbesteding. Butler et al. vinden dat het Nederlandse spaaroverschot vooral door niet-financiële vennootschappen bepaald wordt. Door statistieken van het Centraal Bureau voor de Statistiek en De Nederlandsche Bank te combineren zien ze dat er bij zowel kleine als grote bedrijven een spaaroverschot is. Dit komt vooral doordat winsten zijn gestegen zonder dat winstuitkeringen in investeringen meegestegen zijn. Om het spaaroverschot te verminderen, moeten de prikkels om te sparen voor de Nederlandse industrie dus ook worden verminderd.

Butler, B., K. Carlier, G. Schotten en M. Volkerink (2019) *Het spaaroverschot van Nederlandse bedrijven ontrafeld*. DNB Occasional Studies, 17-4.

Na veertig jaar moe

De inflatie is laag en de werkloosheid ook. Dat is precies omgekeerd aan de situatie in de jaren zeventig. En toch is er een interessante parallel met de stagflatie-economie van toen.

Onmogelijke blijkt mogelijk

Tot de jaren zeventig dacht men dat de combinatie van hoge inflatie en hoge werkloosheid onwaarschijnlijk was. Óf het ging goed met de economie, en dan was de inflatie hoog en de werkloosheid laag; óf het ging slecht, en dan was de inflatie laag en de werkloosheid hoog. Men had het vormen van verwachtingen over het hoofd gezien: met uit de hand lopende inflatieverwachtingen bleek het onmogelijke toch mogelijk, en was stagflatie een feit.

Dat het onmogelijke mogelijk blijkt zien we ook nu. Tot een paar jaar geleden dacht men dat de combinatie van een lage rente en een aanhoudend zwakke economie onwaarschijnlijk was. Bij lage rente is lenen goedkoop en consumeren interessant, en dan trekt de economie vanzelf aan. Men had de enorme spaarbehoefte van een vergrijzende samenleving over het hoofd gezien. Heleen Mees geeft overigens een interessante additionele verklaring voor de lage rente: het schier oneindige arbeidsaanbod van China en India leidt tot hoge winsten die niet opnieuw worden geïnvesteerd.

Consequenties

Als sparen het alfa en omega is, dan blijft de rente laag en trekt de economie niet aan. En dat heeft consequenties waar we mee om moeten weten te gaan. Klaas Knot wijst in zijn column op de dekingsgraden van de pensioenen, de almaar stijgende huizenprijzen en de behoefte aan een actiever begrotingsbeleid.

Een aantal artikelen werken deze consequenties verder uit. Han de Jong geeft een overzicht van de meest relevante micro- en macro-effecten van de lage rente – hij stelt dat de gevolgen macro-economisch wel meevallen. Lisanne Spiegelaar en Menno Middeldorp richten zich op de almaar stijgende woningprijzen, en zien een deel van de oplossing in meer frictie. Ze stellen voor om de aankoop en het eigenaarschap van woningen te belasten.

Over de implicaties voor macro-economische modellen gaat het artikel van Bas Jacobs. Wat betekent een negatief houdbaarheidssaldo eigenlijk als de rente nul is? Hij pleit en passant ook voor een actiever begrotingsbeleid, iets dat ook terugkomt in de bijdrage van Coen Teulings.

De rente is laag omdat China en India nu economisch meedoen

HELEEN MEES

12

Vier misvattingen over het opkoopbeleid van de Europese Centrale Bank

COEN TEULINGS

16

Nadelen van de lage rente doen zich vooral op microniveau voor

HAN DE JONG

20

Beperken systeemrisico's lage rente vereist nieuwe instrumenten

LISANNE SPIEGELAAR EN MENNO MIDDELDORP

24

Beleidsfouten dreigen door verkeerde conclusies uit houdbaarheidssommen

BAS JACOBS

28

Negatieve rente knaagt aan rentemarge banken

JORIEN FRERIKS, JAN KAKES, EN JAN WILLEM VAN DEN END

32

Column: Omgaan met een langdurig lage rente

KLAAS KNOT

35

t het roer weer om

Uiteraard heeft de lage rente ook consequenties voor de banken. Jan-Willem van den End, Jan Kakes en Jorien Freriks stellen dat de winstgevendheid van banken onder druk staat, al leidt dit vooralsnog niet tot problemen wat betreft de doorwerking van het monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB).

Roer om

De vraag is bovendien of er ook iets te doen is aan de oorzaak van de lage rente en zwakke economie en dus aan de enorme spaarbehoefte zelf. Dat er allerlei manieren zijn om beter om te gaan met de symptomen is natuurlijk fijn, maar lost het probleem zelf niet op. Met het aanpakken van symptomen stijgt de groei bijvoorbeeld niet.

Toen er begin jaren tachtig een generatie politici opstond die verwachtingen serieus nam, veerde de economie op. Maar daarvoor moest het roer na veertig jaar wel om. De centrale bank ging de inflatie beperken, de overheidsbegroting werd op een strak rantsoen gezet en het aanbodbeleid kreeg alle ruimte.

Dit recept lijkt zijn houdbaarheidsdatum voorbij te zijn. Wat er nu nodig is, is het indammen van die enorme spaarbehoefte. De centrale bank kan dat niet doen. Zoals Coen Teulings in zijn bijdrage uitlegt, verandert het opkoopbeleid van de centrale bank vooral de looptijd op de kapitaalmarkt, maar niet het aanbod zelf. Han de Jong is het met hem eens: “De invloed van de ECB op het renteniveau wordt waarschijnlijk schromelijk overschat.” En als u het liever van een Nobelprijswinnaar of een centrale bankier hoort, lees dan het gesprek tussen Lars Peter Hansen en Peter Praet in de Preadviezen-bundel (Preadviezen, 2019) nog eens na.

Om de spaarbehoefte in te dammen, lijken we vooral maatregelen te moeten nemen die ingaan tegen de focus op inflatiebeperking, tegen de begrotingsdiscipline en tegen het aanbodbeleid dat we sinds de jaren tachtig hebben. Zowel Mees, Knot, Teulings als Jacobs pleiten voor meer aandacht voor de vraagzijde. Na veertig jaar moet het roer dus ook nu weer om. Het wachten is op politici die zich deze economische lessen eigen gaan maken.

Literatuur

Preadviezen (2019) The central bank cannot be the only game in town. In: E. Bartelsman en E.-M. Sent (red.), Nobel laureates meet policy makers. Preadviezen 2019. Amsterdam: KVS, 43–54.



JASPER LUKKEZEN

Hoofdredacteur

lukkezen@economie.nl

De rente is laag omdat China en India nu economisch meedoen

In een wereld met een onbeperkt aanbod van arbeid bieden de neoklassieke en keynesiaanse modellen geen oplossing voor de aanhoudend lage economische groei. Een klassiek economisch model kan dat wel, en wijst naar de tekortschietende effectieve vraag in het westen.

IN HET KORT

- De langetermijnrente was al voor de financiële crisis laag en de crisis kan de lage rente dus niet veroorzaakt hebben.
- Het onbeperkte arbeidsaanbod in China en India verhoogt de bedrijfswinsten en drukt de arbeidsinkomensquote.
- Inkomenshervdeling van kapitaal naar arbeid kan de economie stimuleren en voor een hogere rente zorgen.

HELEEN MEES

Columnist voor de Volkskrant

Het onderwerp dat de gemoederen in de Lage Landen de afgelopen jaren danig bezig heeft gehouden, is het monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB). Volgens critici kunnen de negatieve rente en de grootschalige aankopen van staatsobligaties en bedrijfsschulden leiden tot door speculatie gedreven financiële zeepbellen. Bovendien tast de lage rente de dekkinggraad van de Nederlandse pensioenfondsen aan, waardoor de pensioenen hier al jaren niet meer met de inflatie meestijgen en het gevaar van kortingen op de pensioenen altijd op de loer ligt.

De beschuldigende vinger gaat vaak uit naar de zuidelijke lidstaten. ECB-president Mario Draghi verzekerde ruim zeven jaar geleden dat hij zou doen *'whatever it takes'* om de eurozone bij elkaar te houden. Die belofte was nodig omdat de rente op staatsobligaties van de met schulden overladen lidstaten in de periferie bliksemsnel steeg, en er voor die lidstaten een bankroet dreigde. In deze redenering moet de ECB de rente wel kunstmatig laag houden om de schuldenlast van Griekenland en Italië betaalbaar te houden. Maar die redenering ziet over het hoofd dat de rente lang voor de val van de investeringsbank Lehman Brothers en de grote financiële crisis van 2008 al opmerkelijk laag was.

De toenmalige voorzitter van het Amerikaanse stelsel van centrale banken, Alan Greenspan (2005a), zei op 16 februari 2005 in het Amerikaanse congres: "Het gedrag van de wereldobligatiemarkten blijft een raadsel." Op 6 juni

2005 ging Greenspan (2005b) verder op het renteraadsel in: "De geprononceerde daling van de rente op Amerikaanse staatsobligaties met een lange looptijd in het afgelopen jaar ondanks een stijging van de *federal funds rate* met 200 basispunten is duidelijk zonder recent precedent. Het ongebruikelijke gedrag van de langetermijnrente werd voor het eerst bijna een jaar geleden duidelijk."

In zijn Sandridge-lezing op 10 maart 2005 opperde Ben Bernanke, die toen nog geen voorzitter van de FED was, dat een 'spaaroverschot' de oorzaak was van de lage reële langetermijnrentes in de wereld. Bernanke wees de Aziatische economieën, waaronder China, aan als de bron van het wereldwijde spaaroverschot. Als reactie op de financiële crisis die Aziatische landen in de jaren negentig hadden meegemaakt, kozen deze landen er, aldus Bernanke, voor om de deviezenreserves te verhogen. Onderzoek laat zien dat, in het begin van deze eeuw, de rente op Amerikaanse staatsobligaties met een looptijd van tien jaar zich grotendeels loskoppelde van het rentebeleid van de Federal Reserve (Mees, 2012).

Maar volgens Alan Greenspan konden de buitenlandse aankopen van Amerikaanse staatsobligaties de daling van de langetermijnrente slechts ten dele verklaren. De markt was simpelweg te diep. Bovendien verklaarden de buitenlandse aankopen van Amerikaanse staatsobligaties niet waarom ook de rendementen op niet-Amerikaanse staatsobligaties zo laag waren. Volgens Greenspan was er meer aan de hand.

Onbeperkt aanbod van arbeid

Greenspan had gelijk. De rente is wereldwijd laag omdat China en India met samen 2,3 miljard consumenten en producenten tot de wereldeconomie zijn toegetreden. Een klassiek economisch kader waarin het arbeidsaanbod oneindig is, legt uit waarom dat zo is. Zowel het neoklassieke als het keynesiaanse kader zijn ongeschikt om de groeidynamiek te analyseren bij een ongelimiteerd aanbod van arbeid. Het neoklassieke kader gaat uit van schaarse arbeid, het keynesiaanse kader van een tijdelijk tekortschietende vraag.

Mijn analyse bouwt voort op het essay 'Economic development with unlimited supplies of labour' van Nobelprijswinnaar Arthur Lewis uit 1954. Volgens Lewis kan in een economie waarbij de bevolking groot is in verhouding tot de kapitaalvoorraad een enorme uitbreiding

Deze bijdrage bouwt voort op Mees (2016)

van nieuwe industrieën plaatsvinden, zonder dat er een arbeidstekort optreedt en de lonen stijgen. In economieën met een onbeperkt aanbod van arbeid ligt de prijs van arbeid net iets boven het bestaansminimum en is het arbeidsaanbod volkomen elastisch. Extra vraag naar arbeid zal dan niet leiden tot hogere lonen omdat telkens nieuwe arbeiders uit de primaire sector kunnen worden betrokken zolang het arbeidsaanbod onbeperkt is (figuur 1).

Een onbeperkt arbeidsaanbod beschrijft de Chinese en Indiase economie ook vandaag nog redelijk. Tegenwoordig werkt nog altijd bijna dertig procent van de Chinezen in de primaire sector. Dat is vergelijkbaar met de situatie in de Verenigde Staten in 1935. In India biedt de primaire sector werkgelegenheid aan ruim de helft van de totale bevolking. Onder deze omstandigheden vertalen stijgingen van de arbeidsproductiviteit zich niet in hogere lonen – zoals de neoklassieke economische theorie veronderstelt – maar in hogere winsten, die Lewis het ‘kapitalistische surplus’ noemt. Het kapitalistische surplus is het verschil tussen de marginale arbeidsproductiviteit en het loon. In economieën met een onbeperkt aanbod van arbeid leiden kapitaalvorming en technische vooruitgang niet tot stijgende lonen, maar tot een stijgend aandeel van de winst in het nationale inkomen.

De sleutel tot het ontwikkelingsmodel van Lewis is de wijze waarop het kapitalistische surplus wordt gebruikt. Als het kapitalistische surplus wordt benut voor het creëren van nieuw kapitaal, neemt de marginale productiviteit van arbeid op elk niveau toe. Daarom verschuift de curve die de marginale productiviteit van arbeid vertegenwoordigt naar buiten naarmate de kapitalistische sector groeit, waardoor steeds meer mensen uit de ‘minimumbestaansector’ naar de kapitalistische sector worden gebracht. Het kapitalistische surplus wordt nog groter waardoor men verder in kapitaalvorming kan investeren totdat het arbeidsoverschot helemaal is verdwenen.

Omdat het arbeidsaanbod volkomen elastisch is in een situatie van onbeperkt aanbod van arbeid, blijven werknemers beschikbaar tegen een loon net boven het bestaansminimum. Het Lewis-model zegt in feite dat als er een onbeperkt arbeidsaanbod is tegen een constant reëel loon, het winstaandeel in het nationale inkomen zal toenemen ten koste van het arbeidsaandeel.

In het model van Arthur Lewis zijn winsten de belangrijkste bron van de nationale besparingen. Er is echter geen enkele garantie dat de kapitalisten het kapitalistische surplus ook daadwerkelijk zullen aanwenden voor kapitaalvorming. Lewis zag dat als de zwakke schakel in zijn model. En zodra een deel van het surplus niet wordt aangewend voor kapitaalvorming, dalen de rentes. Er is dan immers te veel aanbod van kapitaal en te weinig vraag.

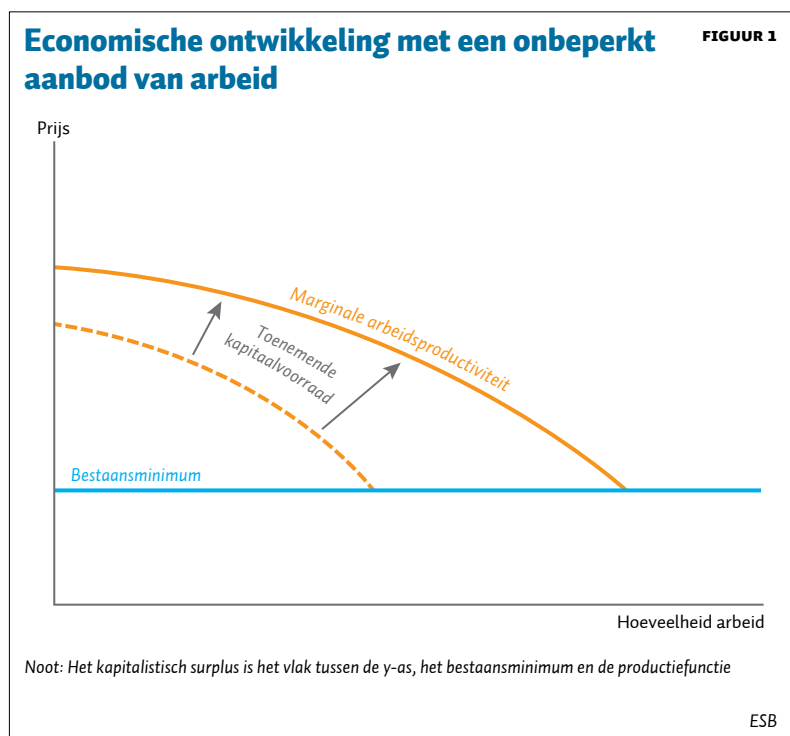
Arbeidsinkomensquota dalen wereldwijd

Lewis schreef zijn model voor een opkomende economie, die bovendien gesloten was. In een geglobaliseerde economie werken de effecten van een onbeperkt aanbod van arbeid door naar geavanceerde economieën. Zolang er overvloedige arbeid is in opkomende landen kunnen de kapitalisten in geavanceerde economieën een kapitalistisch surplus realiseren door immigratie aan te moedigen of door

hun kapitaal te exporteren naar landen waar er nog overvloedige arbeid is tegen een bestaansloon. Bovendien leidt de dreiging van offshoring tot loonmatiging in geavanceerde economieën.

Dat is precies wat er gebeurde onder invloed van de globalisering en de toetreding van China tot de Wereldhandelsorganisatie in 2001. Niet alleen in China maar ook in de geavanceerde economieën steeg het kapitalistische surplus aanzienlijk. Hoewel de trend al sinds het begin van de jaren tachtig zichtbaar is, is deze sinds het begin van de eeuw veel uitgesprokener geworden. In een geglobaliseerde wereld zijn de gevolgen van een onbeperkt arbeidsaanbod voelbaar in alle geavanceerde economieën. Westerse bedrijven verplaatsen productiefaciliteiten en kantoren naar China, India en Oost-Europa, offshoring, of besteden werk uit aan bedrijven in die landen. Apple is een veel aangehaald voorbeeld. Het bedrijf zag de besparingen stijgen van twintig tot dertig procent van de bruto toegevoegde waarde aan het einde van de jaren negentig tot bijna zestig procent in 2013. Multinationals hebben aanzienlijk hogere spaarquota dan andere bedrijven omdat ze hogere brutowinstmarges hebben (Chen et al., 2017). Dat duidt erop dat multinationals veel sparen omdat ze beter in staat zijn te profiteren van de goedkope arbeid in lagelonenlanden dan nationale ondernemingen. Een andere verklaring, dat nationale ondernemingen minder goed in staat zijn om te profiteren van de daling van de kapitaalkosten dan multinationals bijvoorbeeld ligt minder voor de hand.

Tussen 1970 en 2010 daalde in de Verenigde Staten de arbeidsinkomensquote van 71 tot 63 procent, terwijl het winstaandeel navenant steeg. Dit fenomeen is gezamenlijk beperkt tot de Verenigde Staten, maar deed zich voor in vrijwel elke geavanceerde economie. In Nederland daalde de arbeidsinkomensquote van eind jaren zeventig tot 2010 van 75 naar 66 procent van het bruto binnenlands product



(bbp). In Duitsland daalde de arbeidsinkomensquote van 73 procent in de vroege jaren zeventig tot 63 procent van het bbp in 2010, zie figuur 2. Het gewogen gemiddelde van de arbeidsinkomensquote van zestien hoge-inkomenslanden (Australië, België, Canada, Denemarken, Duitsland, Finland, Frankrijk, Ierland, Italië, Japan, Nederland, Spanje, VK en de VS), daalde tussen 1975 en 2010 van 75 procent tot 65 procent van het bbp.

Technologie versus globalisering

De daling van de arbeidsinkomensquote was nog geprononcerder in opkomende economieën dan in geavanceerde economieën, met aanzienlijke dalingen in Azië en Noord-Afrika, en met stabielere maar nog steeds dalende arbeidsinkomensquotes in Latijns-Amerika. Zelfs in China, waar de lonen het afgelopen decennium verdrievoudigden, steeg het bruto binnenlands product sneller dan de totale loonsom, waardoor de arbeidsinkomensquote toch daalde.

Karabarounis en Neiman (2014) stelden in een invloedrijke paper dat offshoring noch outsourcing primair verantwoordelijk is voor de wereldwijde daling van de arbeidsinkomensquote, omdat die ook in landen met een arbeidsoverschot, zoals China, India en Mexico, aanzienlijk daalde. In plaats daarvan concluderen zij dat ten minste de helft van de wereldwijde daling van de arbeidsinkomensquote te wijten is aan de sterk dalende kosten van kapitaalgoederen, met name die welke verband houden met informatica en informatietechnologie.

De redenering van Karabarounis en Neiman dat de daling van de arbeidsinkomensquote te wijten is aan de dalende kosten van kapitaalgoederen is natuurlijk onjuist. Zoals Arthur Lewis in zijn historische essay opmerkte, neemt ook het kapitalistische surplus toe in opkomende

economieën als mensen vanuit de informele sector in de kapitalistische sector aan de slag gaan, waardoor het aandeel van de winst in het bbp stijgt en de arbeidsinkomensquote daalt. De daling van arbeidsinkomensquote in zowel geavanceerde als opkomende economieën zijn twee kanten van de offshorings/outsourcingsmedaille.

Tekortschietende vraag oorzaak lage rente

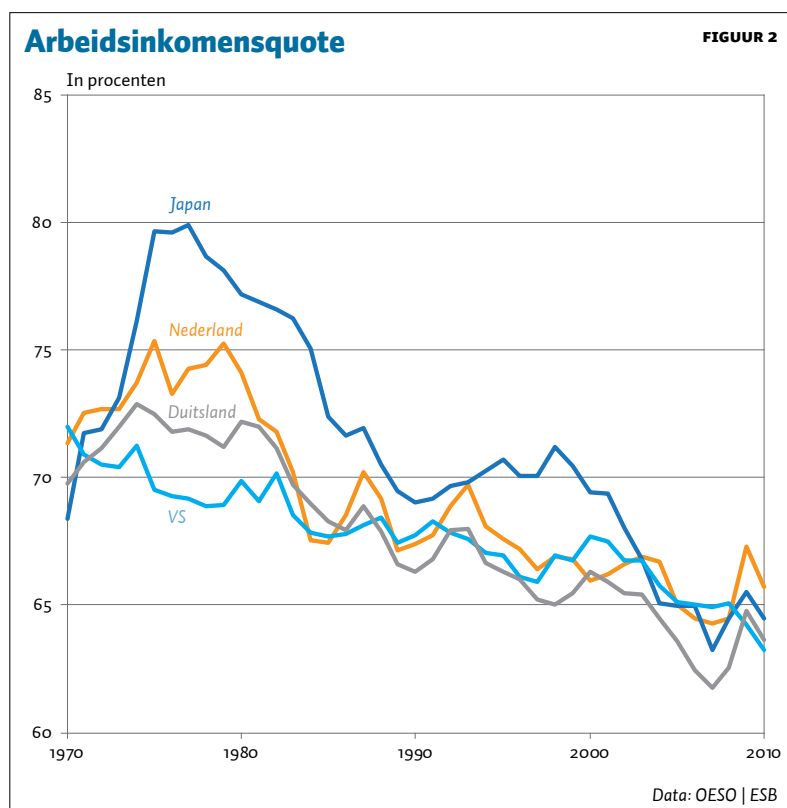
In China wordt tachtig tot negentig procent van het kapitalistische surplus aangewend om meer kapitaal te creëren. Opvallend zijn de grote investeringen in infrastructuur, zoals luchthavens, havens, spoorwegen en snelwegen, de nieuwe stedelijke woningbouw en duurzame energie. De bruto-kapitaalvorming steeg van 36 procent van het bbp in 2001 tot 48 procent van het bbp in 2011, meer dan het dubbele van de snelheid in geavanceerde economieën en ruim boven de pieken van ongeveer veertig procent van het bbp getroffen door Zuid-Korea en Taiwan tijdens een periode van snelle industrialisatie. Ondanks de snelle groei is de kapitaal/output-ratio van China nog vergelijkbaar met die van andere opkomende markten, omdat China met erg weinig kapitaal begon.

Westerse economen betogen steevast dat de investeringen in China te hoog zijn: als aandeel van het bbp zou dit dichterbij veertig procent van het bbp moeten liggen in plaats van de vijftig procent van het bbp die het nu is. De neoklassieke benadering veronderstelt echter dat er een tekort is aan arbeid, wat (nog) niet het geval is in China. China is vandaag ongeveer vergelijkbaar met de Verenigde Staten aan het begin van de twintigste eeuw en Japan in 1950, met bijna dertig procent van de beroepsbevolking nog steeds werkzaam in de primaire sector. In het model van Arthur Lewis is er geen sprake van overinvestering zolang het arbeidsaanbod onbeperkt is.

In geavanceerde economieën wordt het kapitalistische surplus niet gebruikt voor kapitaalvorming. De investeringen als aandeel van het bbp bleven relatief stabiel ondanks dat het winstaandeel verdubbelde. De stijgende winsten leidden zo tot spaaroverschotten bij bedrijven. Alleen al in de Verenigde Staten hadden niet-financiële ondernemingen eind 2011 1.600 miljard dollar aan geld en kasequivalenten opgepot. Bedrijven in Europa, het Midden-Oosten en Afrika hamsteren vergelijkbare bedragen, net als bedrijven in met name China en Japan.

Joseph Gruber en Steven Kamin (2015) van de Federal Reserve concluderen dat de overvloed aan bedrijfsbesparingen feitelijk het gevolg is van de scherpe daling van bedrijfsinvesteringen als percentage van de winst. In de jaren voorafgaand aan de wereldwijde financiële crisis waren de investeringspercentages van bedrijven gedaald tot onder het niveau dat zou zijn voorspeld door modellen die in eerdere jaren werden geschat en die gebruikmaakten van economische groei, rentetarieven, winsten en andere relevante determinanten. Alleen in de periode 2005–2007 namen de bedrijfsinvesteringen toe, waardoor het aantal bedrijven in contanten in geavanceerde economieën toenam.

Met bruto besparingen van dertig procent van het bbp en netto besparingen van ruim tien procent van het bbp is Nederland op het punt van besparingen een koploper onder de geavanceerde economieën. Volgens onderzoek



van Bas Butler et al. (2019) zijn bedrijven verantwoordelijk voor het overgrote deel van de nationale besparingen. Aanvankelijk waren dat vooral de grootbedrijven, maar in toenemende mate komen nu de besparingen voor rekening van het midden- en kleinbedrijf. De economische groei in Nederland bleef van 2002 tot 2016 achter bij het Europese gemiddelde. Volgens Keus en Verbruggen (2018) komt dit doordat de arbeidsinkomensquote juist in Nederland sterk is gedaald, en de lastendruk van huishoudens hier verreweg het sterkst is gestegen.

De tekortschietende effectieve vraag sinds de financiële crisis lijkt de belangrijkste oorzaak van de achterblijvende investeringen te zijn. Deze bevinding komt overeen met die van Blanchard et al. (1993), die concludeerden dat *fundamentals* in plaats van de kosten van kapitaalinvesteringen het niveau van investeringen verklaren. In 2015 noemde meer dan veertig procent van de bedrijven in Europa, en in 2014 tien procent van de bedrijven in de Verenigde Staten een lage consumentenvraag als dominante factor, in plaats van financiële beperkingen. In 2009 was dat respectievelijk 80 en 35 procent van de bedrijven (IMF, 2015). Zoals Paul Polman, de vorige CEO van Unilever verzuchtte: “Unilever investeert niet omdat de consumenten geen geld uitgeven.”

Monetair beleid

De financiële crisis en de crisis in de eurozone hebben hun tienjarig en vijfjarig lustrum allang achter de rug. Toch heeft de ECB in september 2018 het belangrijkste rentetarief verlaagd tot minus vijftig basispunten, en ook het (omstreden) opkoopprogramma voor obligaties herstart vanwege de ongunstige economische vooruitzichten. Voormalig minister van Financiën en huidig voorzitter van de International Accounting Standards Board Hans Hoogervorst (2019) riep de ECB op om pas op de plaats te maken met het geldbeleid, of, beter nog, om de rente te verhogen – ofwel te ‘normaliseren’, zoals Hoogervorst dat noemt. Tenzij je gelooft dat een renteverhoging tot hogere in plaats van lagere bestedingen zal leiden, zal een dergelijke aanpassing niets doen om de economie te stimuleren.

Een renteverhoging leidt alleen tot hogere bestedingen als het inkomenseffect groter is dan het substitutie-effect, zoals Jacobs (2020, in dit nummer) bijvoorbeeld stelt. Het is echter onwaarschijnlijk dat de bestedingen als gevolg van een renteverhoging zullen toenemen, wanneer ook het effect op de overheidsfinanciën, de huizenprijzen en aandelenkoersen in aanmerking wordt genomen.

De lonen in de eurozone noteerden in de eerste helft van 2019 de snelste stijging van het afgelopen decennium. Maar de loongroei is nog steeds minder dan de helft van de loongroei aan de vooravond van de financiële crisis. Dat de inflatieverwachting in de loop van 2019 is gedaald in plaats van gestegen, laat zien dat de loonstijgingen niet noodzakelijkerwijs tot prijsinflatie leiden. Zolang de arbeidsproductiviteit sneller groeit dan de lonen, gaat de verschuiving van arbeid naar kapitaal door, en wordt het probleem van de tekortschietende effectieve vraag alleen maar erger.

Vaak wordt gedaan alsof er twee beleidsinstrumenten zijn om de economische groei te stimuleren, namelijk het monetaire beleid en een met schulden gefinancierd begrotingsbeleid. Beide opties bieden op dit moment weinig per-

spectief. Door de lage rentes wereldwijd is de ruimte voor monetair beleid beperkt. Omdat landen als de Verenigde Staten en Frankrijk een hoge staatsschuld hebben, wordt ook de ruimte voor expansief begrotingsbeleid beperkt geacht. Maar de representatie dat er maar twee instrumenten zijn om de economische groei te stimuleren is een valse dichotomie want er is in de Verenigde Staten, en in mindere mate in Frankrijk en Nederland, meer dan voldoende ruimte voor een herverdeling van de sparende klasse naar de consumerende klasse. Het wordt hoog tijd dat we die optie serieus gaan nemen en deze toevoegen aan de studieboeken macro-economie.

Literatuur

- Bernanke, B. (2005) *The global saving glut and the U.S. current account deficit*. Sandridge-lezing, 10 maart, Richmond, VA. Te vinden op www.federalreserve.gov.
- Blanchard, O., C. Rhee en L. Summers (1993) The stock market, profit, and investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(1), 115–136.
- Butler, B., K. Carlier, G. Schotten en M. Volkerink (2019) *Het spaaroverschot van Nederlandse bedrijven ontrafeld*. DNB Occasional Study, 17–4.
- Chen, P., L. Karabarounis en B. Neiman (2017) The global rise of corporate saving. *Journal of Monetary Economics*, 89, 1–19.
- Greenspan, A. (2005a) *Testimony of Chairman Alan Greenspan*. Halfjaarlijkse rapportage van de Federal Reserve Board aan het Amerikaanse Congres, 16 februari. Te vinden op www.federalreserve.gov.
- Greenspan, A. (2005b) *Remarks by Chairman Alan Greenspan*. Speech voor de International Monetary Conference in Beijing, 6 juni. Te vinden op www.federalreserve.gov.
- Gruber, J.W. en S.B. Kamin (2015) *The corporate saving glut in the aftermath of the global financial crisis*. IMF Discussion Paper, 1150.
- Hoogervorst, H. (2019) Europese Centrale Bank is verdwaald in economisch niemandsland. *ESB* 104(4775): 328–331.
- IMF (2015) *World Economic Outlook*, april, hoofdstuk 4.
- Jacobs, B. (2020) Beleidsfouten dreigen door verkeerde conclusies uit houdbaarheidssommen. *ESB*, 105(4781), 24–27.
- Karabarounis, L. en B. Neiman (2014) The global decline of the labor share. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(1), 61–103.
- Keus, P. en J. Verbruggen (2018) Nederlandse economie middenmoter in het eurotijdperk. *ESB*, blog, 8 februari.
- Lewis, W.A. (1954) Economic development with unlimited supplies of labour. *The Manchester School*, 22(2), 139–191.
- Mees, H. (2012) *Changing fortunes: how China's boom caused the financial crisis*. Proefschrift, Erasmus School of Economics.
- Mees, H. (2016) *The Chinese birdcage: how China's rise almost toppled the West*. Londen: Palgrave Macmillan.

Vier misvattingen over het opkoopbeleid van de Europese Centrale Bank

In reactie op het grote aanbod van kapitaal heeft de Europese Centrale Bank (ECB) op grote schaal overheidsobligaties opgekocht. Daardoor is de lange rente thans niet veel hoger meer dan de korte rente. Dit beleid heeft tot veel publieke discussie geleid. Het referentiekader van de meeste commentatoren – de kwantiteitstheorie van het geld – hoort echter in het museum thuis.

IN HET KORT

- Het opkoopbeleid van de ECB vergroot niet het aanbod van kapitaal maar ruilt lang- tegen kortlopende verplichtingen.
- De huidige huizenprijstijgingen zijn niet het gevolg van het ECB-beleid, maar van het grote aanbod van kapitaal.
- Het opkoopbeleid brengt het risico op rentestijging op de ECB-balans en signaleert dat de ECB nog lang een lage rente verwacht.

COEN TEULINGS

Hoogleraar aan de Universiteit Utrecht

“W e kunnen ons inderdaad voorstellen dat de lage rente vooral het gevolg is van het grote spaaroverschot dat ontstaat door de vergrijzing. Maar maakt de ECB dan de problemen niet juist erger door massaal staatsobligaties te kopen?”

Die vraag kreeg ik de afgelopen jaren regelmatig als reactie op mijn columns in *Het Financieel Dagblad* en mijn boek *Over de dijken*. Mensen die zich goed konden voorstellen dat de lage rente inderdaad het gevolg is van het door de vergrijzing grote spaaroverschot – zie kader 1 – hadden het gevoel dat het opkoopbeleid van de ECB de problemen alleen maar erger maakte. De verwarring van de vragenstellers is begrijpelijk. Velen van hen zullen in de jaren zeventig en tachtig economieonderwijs hebben gehad. Dit onderwijs, zowel op de middelbare school als op universiteiten, redeneerde vanuit de kwantiteitstheorie van geld en de daarop gebaseerde LM-curve van het IS-LM-model. Maar dit zet de vragenstellers op het verkeerde been. De kwantiteitstheorie hoort thuis in het museum.

De economische beleidspraktijk erkent dit feit. Zo gebruikt het Centraal Planbureau al langer dan veertig jaar geen geldhoeveelheid meer in zijn model en, al heeft De Nederlandsche Bank de geldhoeveelheid nog wel in haar model, de vergelijkingen waarin de geldhoeveelheid voor-

komt staan al jaren lang ‘uit’, omdat ze de trefzekerheid van de ramingen verslechteren. Want in weerwil van alle ‘analyses’ die u in de kranten leest, heeft de kwantiteitstheorie in de praktijk al jaren afgedaan.

Dat de kwantiteitstheorie niet in het museum staat, heeft de economische discipline aan haar eigen gebrekkige communicatie te wijten. Zo is pas in de meest recente versie van het leerboek macro-economie van Blanchard et al. (2017) de op de kwantiteitstheorie gebaseerde LM-curve uit het IS-LM-model vervangen door de Taylor-regel, waarbij de centrale bank niet de geldhoeveelheid maar de rente als stuurvariabele hanteert.

Dit heeft ertoe geleid dat de discussies over het spaaroverschot en het opkoopbeleid in de publieke beeldvorming geassocieerd zijn geraakt met meer buitennissige stromingen als de *Modern monetary theory* (Huber, 2014) en het gedachtegoed van Robert Skidelsky – zie bijvoorbeeld David Graebers recensie van Skidelsky's boek *Money and government: the past and future of economics*, onder de ommeuzen titel *Against economics*: alsof Skidelsky's analyse haaks zou staan op de gebruikelijke economische wetenschap (Graeber, 2019). Het zijn echter de logische implicaties van het huidige standaardmodel van de macro-economie. Hoofdstuk 7 uit Teulings (2018) geeft dit eenvoudig weer.

In het vervolg laat ik eerst zien waarom de kwantiteitstheorie geen hout snijdt in de huidige tijd, waarin de rol van munten en bankbiljetten nagenoeg is uitgespeeld. Via een historisch uitstapje bespreek ik het Waterloo van deze theorie in de strijd tegen de stagflatie in de jaren zeventig. Vervolgens bespreek ik de moderne theorie van de rentetermijnstructuur. Met dat instrumentarium analyseer ik vervolgens de effecten van het ECB-beleid en laat ik zien dat dit beleid niet leidt tot een vergroting van het kapitaal-aanbod, maar slechts tot een looptijdtransformatie en een verlaging van de lange rente.

Kwantiteitstheorie van geld

De bron van verwarring is de kwantiteitstheorie van geld. Die theorie gaat ongeveer als volgt: als u wilt sparen, dan zet u uw geld op een spaarrekening, waar rente over wordt betaald. Pas als u iets wilt gaan kopen, neemt u het geld van uw spaarrekening in contanten op. Contant geld is in deze visie de noodzakelijke tussenstap tussen een spaartegoed en een transactie. ‘Het geld brandt in uw portemonnee’, zo wil de beeldspraak, omdat u er geen rente over ontvangt.

Er is daarom een vaste relatie tussen de hoeveelheid geld en het nominale transactievolume. Door de hoeveelheid contant geld te verhogen, ontstaat er inflatie. Meer geld leidt volgens deze theorie automatisch tot meer transacties. Omdat het aantal goederen vastligt door de productiecapaciteit en dus niet op korte termijn kan worden verhoogd, kan het hogere nominale transactievolume alleen worden gerealiseerd door hogere prijzen.

Het Waterloo van de kwantiteitstheorie

De kwantiteitstheorie vond zijn Waterloo in de stagflatie van de jaren zeventig (zie Teulings (2018), hoofdstuk 7). Het economische beleid had de hoge werkloosheid in die jaren volgens het klassieke keynesiaanse recept proberen op te lossen door de economie te stimuleren. Dat bleek niet te werken: het leidde slechts tot meer inflatie, niet tot minder werkloosheid. De werkloosheid bleek niet het gevolg van te weinig vraag, maar van een te rigide arbeidsmarkt. Bij een rigide arbeidsmarkt leidt stimulering slechts tot meer inflatie en niet tot minder werkloosheid. Het waren de jaren van Margaret Thatcher, Ronald Reagan en van de toenmalig president van de FED die onlangs is overleden, Paul Volcker. Op basis van de kwantiteitstheorie probeerden zij via een strikte normering van de geldhoeveelheid de inflatie te beteugelen. Het terugdringen van de inflatie was een groot succes, maar de geldhoeveelheid bleek daarvoor het verkeerde instrument te zijn.

Centrale banken hadden de geldhoeveelheid niet aan een touwtje. Die wordt immers bepaald door de geldschepping van private banken. Bovendien bleek er helemaal geen vaste relatie tussen transactievolume en geldhoeveelheid, ongeacht de manier waarop de geldhoeveelheid gemeten werd. De beleidsrente bleek echter een zeer effectief instrument te zijn om de inflatie te beteugelen. Het is de rol van de centrale bank om bij de reële evenwichtsrente een passende nominale beleidsrente te vinden. Zet de centrale bank de nominale rente te hoog, dan wordt er te veel gespaard en krimpt de economie (de bekende IS-curve uit het IS-LM-model). Zet de ECB de nominale rente te laag, dan wordt er te weinig gespaard. De effectieve vraag is in dat geval groter dan de productiecapaciteit. Ondernemers zullen van deze schaarste gebruikmaken door hun prijzen te verhogen, waardoor de inflatie oploopt. Een hogere beleidsrente bleek inderdaad een probaat middel om de effectieve vraag af te remmen en de inflatie de kop in te drukken.

Aldus ontstond geleidelijk de Taylor-regel: als de verwachte inflatie boven de doelstelling komt (twee procent in het geval van de ECB), dan moet de centrale bank de rente verhogen, en omgekeerd als de verwachte inflatie onder de doelstelling komt. Binnen een paar jaar was de hoge inflatie verleden tijd.

Economen zouden later leren dat lage inflatie een veel hardnekkiger probleem is dan hoge inflatie, eerst in Japan en later in eurozone. Dit probleem is zo hardnekkig vanwege de zogenaamde nul-ondergrens: de korte rente kan niet te ver onder nul zakken, want dan zetten mensen hun geld niet meer op de bank, maar stoppen het in een oude sok. Alle centrale banken in de wereld zijn de afgelopen tien jaar met dit probleem geconfronteerd. Ze hebben daar een provisorische oplossing voor gevonden: de lange rente

is meestal hoger dan de korte rente. Als de korte rente niet verder verlaagd kan worden, dan is er nog wel ruimte bij de lange rente. Die ruimte hebben centrale bankiers de afgelopen jaren benut door massaal overheidsobligaties op te kopen, waardoor nu ook de lange rente dicht bij nul ligt.

Verouderde theorie

De kwantiteitstheorie is nooit echt bevredigend geweest. Deze werkte misschien in een wereld waarin er een scherp onderscheid was tussen contant geld waarmee transacties werden afgewikkeld en deposito's bij de bank.

Maar tegenwoordig wikkelen we bijna alle transacties giraal af. U hoeft voor een transactie het geld niet meer van uw rekening op te nemen, u betaalt giraal via uw rekening-courant. Weliswaar wordt daarop de laatste jaren geen rente meer vergoed, maar dat ligt aan de marktomstandigheden, niet aan een fundamentele onmogelijkheid.

De kwantiteitstheorie vond zijn Waterloo in de stagflatie

De kwantiteitstheorie, die de rente opvat als het prijsverschil tussen spaargeld en transactiegeld, is dus achterhaald. Er is geen scherp onderscheid meer tussen beide. Er zijn spaarrekeningen met tal van verschillende voorwaarden: een rekening-courant, spaarrekeningen, driemaands-deposito's, of tienjaars overheidsobligaties. Het zijn allemaal verschillende manieren om vermogen op te slaan voor toekomstige consumptie: uw pensioen over twintig jaar, de aanschaf van een nieuwe auto volgende maand, of een voorzorgskas voor als onverhoopt de koelkast het begeeft. De rente die u voor al deze verschillende spaarrekeningen ontvangt loopt uiteen, al naar gelang de looptijd en de flexibiliteit waarmee u over het saldo kunt beschikken.

Een rekening-courant is niets anders dan een rekening met de kortst mogelijke rentelooptijd: nul. Het verband tussen rente en looptijd wordt de 'rentetermijnstructuur' genoemd, of kortweg de 'rentecurve'. Normaliter heeft die curve een stijgend verloop: hoe langer de looptijd des te hoger de rente. Op de kapitaalmarkt kunnen obligaties van

Demografie leidt tot een spaaroverschot

KADER 1

De discussie over het ECB-beleid is het indirecte gevolg van de wereldwijde neerwaartse trend in de reële rente die vraag en aanbod op de kapitaalmarkt in evenwicht brengt. Die neerwaartse trend is al ruim twee decennia gaande. Hij is vooral het gevolg van de daling van de geboortecijfers rond 1970, maar de grote winsten in de IT-sector spelen waarschijnlijk ook een rol.

De grote cohorten die voor 1970 geboren zijn, leggen nu massaal geld opzij voor hun pensioen (Blanchard et al., 2014; Teulings, 2018). En zoals op iedere markt, leidt ook op de kapitaalmarkt een hoger aanbod bij een gelijkblijvende vraag tot een lagere prijs, in dit geval de rente. Momenteel is de reële evenwichtsrente (de nominale rente minus de verwachte inflatie) zelfs negatief.

alle denkbare looptijden worden gekocht, en even gemakkelijk ook weer worden verkocht. Die markt is – zeker voor Duitse, maar ook voor Nederlandse obligaties – zeer liquide: het prijsverschil tussen aan- en verkoop is verwaarloosbaar. Als een belegger geld nodig heeft voor een transactie, dan kan hij tegen zeer geringe transactiekosten een obligatie verkopen, onafhankelijk van de looptijd. Er is dus geen principieel verschil tussen geld en obligaties. Het zijn beide vormen om vermogen op te slaan voor toekomstige

Vanwege onze fascinatie voor geld denken wij dat ‘de ECB geld in de economie pompt’

consumptie. Dat we onze transacties afwikkelen in geld – dat wil zeggen: obligaties met looptijd nul – is in zekere zin louter toeval. We hadden net zo goed een obligatie met een looptijd van tien jaar kunnen gebruiken.

Rentetermijnstructuur

Als de kwantiteitstheorie het verloop van de rentecurve niet verklaart, welke theorie dan wel? Als er geen principieel verschil is tussen obligaties met verschillende looptijden, waarom zouden beleggers dan überhaupt nog vermogen opslaan in kortlopende obligaties? Die leveren immers doorgaans minder rente op. In een wereld zonder onzekerheid zou iedereen inderdaad beleggen in obligaties met de hoogste rente, veelal obligaties met de langste looptijden. Er zou geen markt voor obligaties met een korte looptijd bestaan en de rentecurve zou volledig vlak zijn. De rentetermijnstructuur kan daarom alleen worden begrepen door rekening te houden met de onzekerheid over de toekomstige rente. Die onzekerheid leidt tot drie onderling samenhangende factoren die het verloop van de rentecurve bepalen: de renteverwachting, de risicopremie, en de beleggingshorizon van de belegger (Cox et al., 1985).

De eerste factor is de verwachting over de toekomstige rente. Bij een verwachte rentestijging zullen beleggers alleen langlopende obligaties willen kopen als ze daar nu alvast een hogere rente op krijgen. Door nu al een obligatie met een lange looptijd te aan te schaffen, kunnen zij niet meer van de verwachte rentestijging profiteren. Bij een verwachte rentestijging is de rentecurve dus stijgend. Omgekeerd willen beleggers bij een verwachte rentedaling liever in langlopende obligaties beleggen: de rentecurve is dan dalend. De renteverwachtingen beïnvloeden dus het verloop van de rentecurve. Renteverwachtingen kunnen echter niet verklaren waarom de rentecurve doorgaans stijgend is. Het hangt er maar van af of beleggers een rentestijging of -daling verwachten. Omdat beleggers niet voortdurend een rentestijging kunnen verwachten – ooit moet de rente immers weer omlaag – zou de rentecurve volgens deze verklaring gemiddeld genomen vlak moeten zijn.

De tweede factor is de onzekerheid over de toekomstige renteontwikkeling. Stel dat de rente onverwacht voor alle looptijden met één procent stijgt. Een obligatie met een looptijd van tien jaar is dan plotseling tien procent minder waard, omdat een nieuwe tienjaarsobligatie tien jaar lang één procent meer opbrengt. Bij een rentedaling gebeurt er precies het omgekeerde. Hoe langer de looptijd van de obligatie, hoe groter het koersrisico. Omdat beleggers risicoavers zijn, vragen ze voor obligaties met een langere looptijd een risicopremie.

Deze redenering voldoet echter niet volledig. Ze definieert risico als het prijsrisico bij het verkopen van de obligatie morgen. Voor veel partijen is dat echter niet de juiste risicomaat. Wat een risicovrije obligatie is, is afhankelijk van de beleggingshorizon van de belegger. Voor een pensioenfonds dat zijn deelnemers over twintig jaar hun pensioen zal moeten uitbetalen is het koersrisico in de tussenliggende periode irrelevant. Dit fonds is alleen geïnteresseerd in de opbrengst van de obligatie over twintig jaar. Een twintigjaarsobligatie geeft daarover zekerheid. Voor een belegger die volgende maand een auto wil kopen, is een twintigjaarsobligatie juist zeer riskant. Een verstandige belegger stemt de looptijd van zijn obligatieportefeuille zo veel mogelijk af op zijn beleggingshorizon. Wat geldt voor de aanbodkant van de kapitaalmarkt, geldt ook voor de vraagkant ervan. Iemand die zijn huis financiert met een hypotheek, preferereert een lange rentelooptijd, om zo het risico op de toekomstige rentefluctuaties te beperken.

De rentecurve is de rentetermijnstructuur waarbij er voor iedere looptijd evenwicht is tussen de vraag en het aanbod van kapitaal. Dat de rentecurve veelal een stijgend verloop heeft, komt omdat er doorgaans veel vraag is naar kapitaal met een lange looptijd, bijvoorbeeld hypotheek, en veel aanbod van kapitaal met een korte looptijd, van mensen die binnenkort een auto willen kopen. Voor zover beleggers geen obligaties kunnen krijgen met de gewenste looptijd, zijn ze eventueel bereid om obligaties met een iets afwijkende looptijd te accepteren, mits ze voor deze mismatch worden gecompenseerd met een risicopremie.

Vier misvattingen over het ECB-beleid

Wat is nu het effect van het opkoopbeleid van de ECB? De ECB ruilt obligaties met een lange looptijd in tegen obligaties met de kortst mogelijke looptijd, namelijk van nul jaar, in de volksmond ook wel ‘geld’ genoemd. Dat leidt tot vier observaties die haaks staan op populaire redeneringen over het ECB-beleid.

Vergroot het ECB-beleid niet het aanbod van kapitaal, juist in een tijd dat er al zo'n groot kapitaal aanbod is?

Nee, het opkoopbeleid leidt slechts tot looptijdtransformatie. Zonder het ECB-beleid hielden beleggers hun vermogen aan in vorderingen met een lange looptijd, nu doen ze dat in vorderingen met een korte looptijd. Het is vanwege onze door de kwantiteitstheorie ingegeven fascinatie voor geld dat wij denken dat ‘de ECB geld in de economie pompt’ als zij obligaties met een looptijd van tien jaar koopt in ruil voor obligaties met een looptijd van nul jaar. Maar zoals we hebben gezien, is er geen principieel verschil tussen beide.

Is het ECB-beleid niet vreselijk kostbaar geweest? Of populair gezegd: waar zijn de miljarden van Draghi gebleven?

Nee, de ECB heeft simpelweg de ene verplichting ingeruild voor een andere. Het ECB-beleid heeft geen cent gekost. Opnieuw: de erfenis van de kwantiteitstheorie zet ons op het verkeerde been.

Maar brandt door het opkoopbeleid van de ECB het geld dan niet in de zakken van beleggers waardoor er bubbels op de huizenmarkt ontstaan?

Nee, Het ECB-beleid verandert slechts de rentecurve: de lange rente daalt ten opzichte van de korte rente. Langlopende obligaties en kortetermijnde deposito's zijn bijna perfecte substituten geworden. Je kunt je kapitaal net zo goed 'opslaan' op een rekening-courant als in een langlopende obligatie. Voor de rentevergoeding maakt het nauwelijks meer uit.

Huizenprijzen stijgen door het grote aanbod van besparingen. Die besparingen zoeken overal hun uitweg: in overheidsobligaties, in aandelen en, niet in de laatste plaats, in vastgoed. Als beleggers hun geld niet in obligaties maar in vastgoed wilden steken, dan konden ze dat altijd al doen, ook zonder het opkoopbeleid van de ECB, simpelweg door hun obligaties op de markt te verkopen en daarvoor in de plaats een huis te kopen. Daar hadden ze het opkoopbeleid van de ECB niet voor nodig.

Maar zou de ECB deze stijging van de huizenprijzen niet mee moeten nemen bij de berekening van de inflatie?

Als de ECB dit zou doen, zou de inflatie hoger uitkomen. Volgens de Taylor-regel zou de ECB de rente dan moeten verhogen.

Ook dit is echter onjuist. Rentedaling en de stijging van de huizenprijzen (ook wel *asset-price inflation* genoemd) zijn beide uitingen van hetzelfde fenomeen: een spaaroverschot, waardoor de huidige productiecapaciteit onderbenut blijft en de prijs ervoor daalt, terwijl de toekomstige productiecapaciteit overbelast is en de prijs ervoor stijgt. De prijsstijging voor de huidige bestedingen (inflatie) en de prijsdaling voor toekomstige bestedingen (lagere rendementen en dus *asset-price inflation*) zijn twee zijden van dezelfde medaille.

Wet van het Dubbele Boekhouden

Om het effect van het ECB-beleid te begrijpen is het goed je te realiseren dat de ECB een volledige dochter is van de overheid: de overheid is de enige aandeelhouder. Alle winst of verlies valt dus toe aan de overheid, ofwel aan de belastingbetaler. We kunnen de balans van de overheid en die van de centrale bank dus consolideren – bij elkaar optellen – zodat een gemeenschappelijk balans van de bank-overheid ontstaat. Voor de bank-overheid als geheel vallen onderlinge schulden en vorderingen, de door de ECB opgekochte obligaties, tegen elkaar weg. Per saldo heeft de bank-overheid door dit opkoopbeleid haar schulden aan de private sector dus kortlopend gefinancierd. Denk terug aan de voorafgaande analyse van de rentecurve. Kortlopende schulden zijn aantrekkelijk bij onverwachte rentedaling, want dan kan de schuld later goedkoper worden gefinancierd. Omgekeerd zijn langlopende schulden aantrekkelijk bij een onverwachte rentestijging, omdat dan langer van de huidige lage rente wordt geprofiteerd. Door het opkoop-

beleid van de ECB heeft de bank-overheid, en dus de belastingbetaler, haar schuld kortlopend gefinancierd en daarmee het risico genomen dat de rente plotseling zal stijgen.

De laatste stap om de feitelijke effecten van het ECB-beleid te begrijpen is de Onvermijdelijke Wet van het Dubbele Boekhouden: tegenover iedere vordering moet een schuld staan. Een vordering is niets anders dan een claim op de toekomstige productie. Tegenover de claim op de toekomstige productie van de één, moet er iemand anders staan die bereid is die productie in de toekomst daadwerkelijk te leveren.

Per saldo willen de huidige generaties veel claims op de toekomstige productie in hun beleggingsportefeuille aanhouden, liefst met een lange rentelooptijd, om over twintig jaar van een gegarandeerd pensioen te kunnen genieten. Linksom of rechtsom zullen toekomstige generaties de levering van die verplichting op zich moeten nemen. Omdat beleggers geen zaken kunnen doen met toekomstige generaties, treedt de bank-overheid op als vertegenwoordiger van deze toekomstige generaties. Ze kan later immers altijd extra belasting heffen op die toekomstige generaties om hen aan hun verplichtingen te laten voldoen. De bank-overheid neemt die verplichting op zich in meerdere vormen: tegoeden met korte looptijd bij de ECB en langlopende staatsobligaties.

In feite spreekt de ECB met het opkoopbeleid dus de verwachting uit dat de rente nog lang laag zal blijven, en dat de bank-overheid daarom geen risicopremie meer wil betalen om het risico op een rentestijging af te dekken. Vooralsnog heeft de ECB daarin groot gelijk, want ondanks de aanhoudend lage rente staan beleggers in de rij voor overheidsobligaties en kortetermijnde deposito's bij de centrale bank.

De vraag waar de Europese bank-overheid de komende jaren voor staat, is hoe ze wil omgaan met die aanhoudend grote vraag naar claims op de toekomstige productie. Zal ze doorgaan met haar pogingen om de omvang van die claims op toekomstige productie ten laste van de toekomstige generaties terug te dringen via nog lagere rentes? Of is ze bereid in naam van toekomstige generaties een hogere overheidsschuld aan te gaan in de redelijke verwachting dat die toekomstige generaties die claims weer door zullen kunnen rollen naar de generaties na hen? Het zou me niet verbazen als de grenzen van negatieve rentes zijn bereikt. Dan is een hogere overheidsschuld de enige uitweg. Het in Nederland populaire alternatief van een hogere rente én een lagere overheidsschuld is helaas onhaalbaar.

Literatuur

- Blanchard, O., D. Furceri en A. Pescatori (2014) A prolonged period of low real interest rates? In: C.N. Teulings en R. Baldwin (red.), *Secular stagnation: facts, causes and cures*. CEPR Policy research. E-boek te vinden op voxeu.org.
- Blanchard, O., A. Amighini en F. Giavazzi (2017) *Macroeconomics: a European perspective*. New York: Pearson Education.
- Cox, J.C., J.E. Ingersoll en S.A. Ross (1985) A theory of the term structure of interest rates. *Econometrica*, 53(2), 385–407.
- Graeber, D. (2019) Against economics. *New York Review of Books*, 5 december.
- Huber, J. (2014) Modern money theory and new currency theory. *Real World Economics Review*, 66, 38–57.
- Teulings, C.N. (2018) *Over de dijken*. Amsterdam: Prometheus.

Nadelen van de lage rente doen zich vooral op microniveau voor

“De rente is exceptioneel laag, vooral door toedoen van de Europese Centrale Bank (ECB). Die lage rente doet inmiddels minstens net zoveel kwaad als goed in de economie – en vooral in ons land domineren de negatieve effecten.” Dat is een gedachte die onder Nederlandse economen geleidelijk meer opgeld doet. Klopt die gedachte wel?

IN HET KORT

- De invloed van de ECB op het renteniveau wordt overschat: ook zonder het ECB-beleid zou de rente erg laag zijn geweest.
- De combinatie van hoge pensioenvermogens en hypotheekschulden maakt de lage rente op macroniveau voordelig.
- Op microniveau zijn er wel nadelen, zoals lagere pensioendeckingsgraden en verhoogde risicobereidheid bij beleggers.

HAN DE JONG

Zelfstandig econoom
en tot 1 december
2019 Chief Economist
bij ABN Amro

Over de vraag of de rente laag is, kan er geen discussie bestaan. Natuurlijk is dat zo. Nog niet eerder hebben we in zo veel landen zulke lage, zelfs negatieve (reële) rente gezien. Over waar die lage rente vandaan komt, is er al meer onduidelijkheid. De lage inflatie speelt een rol en ook de lage economische groei. Het begrip ‘natuurlijke rente’ is in deze discussie van belang. Dit is gedefinieerd als het (reële) renteniveau waarbij de economie in evenwicht is tussen conjunctureel overspannen en onderbezet. Het lijkt redelijk om te veronderstellen dat de verstoringen van het monetaire beleid groter zullen zijn naarmate de feitelijke rente verder weg ligt van de natuurlijke rente.

Helaas is de natuurlijke rente niet waarneembaar. Wel wordt er in academische studies doorgaans betoogd dat de natuurlijke rente de laatste dertig jaar fors is gedaald, vooral door en na de grote financiële crisis van 2008–2009 (Laubach en Williams, 2003). Maar de marge van onzekerheid rond dergelijke schattingen is ongetwijfeld tamelijk ruim.

Ook de New York Fed publiceert schattingen voor de natuurlijke rente in vier economieën: de Verenigde Staten, Canada, het eurogebied en het Verenigd Koninkrijk. De meest recente schatting voor de natuurlijke rente – dat wil zeggen de reële geldmarktrente – voor het euro-

gebied is circa 0,20 procent. Aangezien de kerninflatie in het eurogebied rond de 1,0 procent schommelt, zou dat een nominale beleidsrente van 1,2 procent impliceren. De meest relevante beleidsrente is op dit moment de deposito-rente, en die staat momenteel op –0,50 procent, terwijl de basisherfinancieringsrente (refi) op 0,0 procent staat. Dat zou betekenen dat de beleidsrente 1,2 tot 1,7 procentpunt beneden de natuurlijke rente ligt. Dat moet wel door het ruime monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) komen en behoorlijke verstoringen impliceren. Of is dat toch niet zo?

Invloed van de ECB op de rente

De invloed van de ECB loopt via diverse kanalen: het feitelijke rentebeleid, de *forward guidance* en het opkoopbeleid. ECB-onderzoekers maken schattingen van hoe sterk het onconventionele beleid de rente beïnvloedt. In een recente working paper concluderen ECB-onderzoekers dat het opkoopbeleid de *term premium* van leningen met een looptijd van tien jaar met 95 basispunten heeft gedrukt (Eser et al., 2019). Ter illustratie, de Duitse tienjaarsrente (de referentie voor het eurogebied) bedraagt op het moment van schrijven circa –0,20 procent. Volgens de ECB was dit zonder haar opkoopbeleid dus +0,75 procent geweest. Dat is historisch ook erg laag.

Een simpele beschouwing van wat er met de Duitse tienjaarsrente is gebeurd voor, tijdens en na het programma dat liep van maart 2015 tot eind 2018, roept bovendien de vraag op of het effect van het ECB-beleid niet kleiner was. De rente was al dalend toen ECB-president Draghi tijdens zijn speech in Jackson Hole in augustus 2014 het opkoopprogramma impliciet aankondigde (figuur 1). De tienjaarsrente op Duitse staatsleningen bedroeg op dat moment circa 1 procent. Toen het programma in maart 2015 van start ging, was de rente al gezakt naar ongeveer 0,3 procent. Deze daling van zeventig basispunten kan misschien worden aangemerkt als een aankondigingseffect, hoewel de rente dus ook al voor de speech daalde.

Tijdens dit eerste programma fluctueerde de rente grofweg tussen de 0 en 1 procent. Van een neerwaartse trend was er geen sprake. Aan het einde van het programma bedroeg de rente circa 0,3 procent, hetzelfde niveau als waarop er in 2015 werd gestart. Een duidelijke daling tot structureel onder de 0 procent werd pas ingezet nadat de ECB met aankopen was gestopt. Min of meer vanaf het moment, op



12 september 2019, dat de ECB aankondigde om opnieuw obligaties te gaan kopen, zette er net weer een – overigens beperkte – stijging in. Deze ontwikkelingen spreken de gedachte duidelijk tegen dat het opkoopbeleid de rente aanzienlijk heeft gedrukt. Wellicht heeft het opkoopbeleid minder invloed op de rente gehad dan doorgaans wordt aangenomen doordat de obligatiemarkt geen gesloten systeem is. Iemand die obligaties aan de ECB verkoopt, hoeft geen obligaties terug te kopen. En ook andere factoren blijven bij de prijsvorming op de obligatiemarkt een belangrijke rol spelen.

Ook als de Europese renteontwikkeling wordt vergeleken met de Amerikaanse ten tijde van het opkoopprogramma 2015–2018, is het verre van evident dat het ECB-opkoopprogramma de rente fors heeft gedrukt. Mogelijk is het dan toch zoals Robin Harding in de *Financial Times* schreef: “The long run real interest rate balances the desire to save and demand to invest. Central bankers are its servants, not its masters.” (Harding, 2019). Daar is veel voor te zeggen. De invloed van de ECB op het renteniveau wordt waarschijnlijk schromelijk overschat.

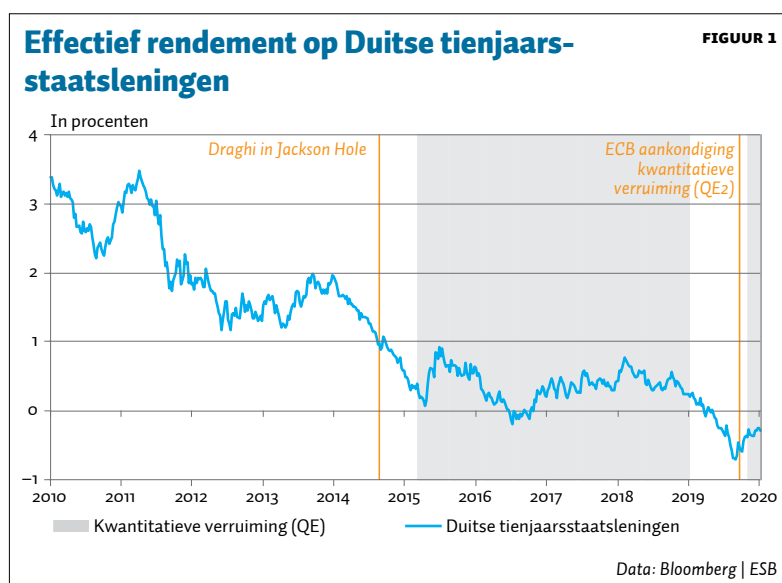
Effecten lage rente

Een tweede onderdeel van de in ons land vaak gehoorde opvatting is dat het ruime monetaire beleid – of beter: de lage rente – niet effectief is. Het zou zelfs averechts werken. Vooral ons land zou er meer nadelen dan voordelen van ervaren. Het spreekt voor zich dat één monetair beleid, een *one size fits all*, uiteenlopende effecten kan hebben op de diverse regio’s binnen het eurogebied. Het euro-

gebied is groot en economisch (conjunctureel, structureel en institutioneel) divers.

Voor de effecten voor Nederland wordt er bijvoorbeeld aangevoerd dat doelspaarders bij een lagere rente meer moeten sparen om hun doel te bereiken. Op die manier remt lage rente de bestedingen af, terwijl die juist moeten worden aangewend.

Het is direct evident dat de bewering over doelspaarders waar is, maar ook dient gezegd te worden dat het



slechts een deel van het verhaal is. Als doelspaarders het hele verhaal waren dan zou monetair beleid onder alle omstandigheden ‘omgekeerd’ moeten werken. En dat is niet zo. Elke beleidsmaatregel heeft verschillende effecten, en sommige van die effecten duwen de doelstelling mogelijk verder uit het zicht. Maar het gaat om het totale effect – en dat is voor Nederland macro-economisch gezien niet per se negatief.

Het effect van de lage rente op onze economie kan worden gezien vanuit een macroperspectief en vanuit een microperspectief.

Effecten vanuit macroperspectief

De Nederlandse economie kenmerkt zich onder andere door zeer omvangrijke en voortdurende overschotten op de betalingsbalans. Geen land binnen de eurozone heeft een groter extern overschot, want we sparen erg veel. En aangezien we vooral veel voor ons pensioen sparen, kun je zeggen dat wij in hoge mate ‘doelspaarders’ zijn. Nederland moet dus wel meer last hebben van de lage rente dan andere landen.

Maar zo eenvoudig ligt het niet. We hebben niet alleen in internationaal perspectief een enorm pensioenvermogen, we hebben ook veel grotere particuliere hypotheekschulden dan andere landen. ‘Lange balansen’ kenmerken onze economie. Die twee posities zijn niet onafhankelijk van elkaar, ook al is het totale pensioenvermogen ruim twee keer zo groot als de hypotheekschuld van alle gezinnen. Als je mensen dwingt tot omvangrijke besparingen via het pensioenstelsel dan is het logisch dat ze zich voor de financiering van hun woningen in de schuld gaan steken. Zo kan er worden gesteld dat wij vanuit een macroperspectief gezamenlijk een forse *leveraged* positie hebben. We lenen met onze huizen als onderpand en sparen in de pensioenfonds.

Of de lage rente dan per saldo een nadeel oplevert, hangt af van hoe we lenen en hoe we beleggen. Zo beschouwd valt het nogal mee met die negatieve effecten. Op onze hypotheekschuld betalen we gewoon de marktrente, plus een opslag voor het kredietrisico. En we beleggen in, over diverse vermogenscategorieën gespreide, beleggingsportefeuilles van pensioenfonds. Die portefeuilles hebben de laatste jaren geprofiteerd van de gedaalde rente. Hogere economische groei en de bij de duurzaam lagere rente horende hogere waardering van vermogenstitels met een lange *duration* hebben de beleggingsrendementen ver boven de markrente geduwd. Zo hebben we ons, ongewild wellicht, als een soort hedgefonds gedragen en per saldo geprofiteerd van de lage rente.

Pensioenbeleggingen in risicovrije activa zijn in dit verband daarentegen niet zo zinvol. Het effectieve rendement daarop is immers per definitie lager dan de hypotheekrente die gezinnen betalen. Voor die gezinnen met een hypotheekschuld die voor hun pensioen beleggen in risicovrije vermogenstitels is dit per definitie een verlieslatende positie.

Effecten vanuit microperspectief

Uiteraard impliceert een grote mate van *leverage* (lange balansen) allerlei kwetsbaarheden op microniveau. Pensioenvermogen en hypotheekschuld vormen elkaars tegenhanger vanuit een macroperspectief, maar dat geldt

natuurlijk niet voor elke huishouding afzonderlijk. Wie meer op microniveau kijkt, ziet de diverse problemen die de lage rente veroorzaakt.

Dekkingsgraad pensioenfonds

Het is evident dat de dekkingsgraden van pensioenfonds gedrukt worden door de lage rente. Bij de huidige mate van afdekking van het renterisico door pensioenfonds geldt als vuistregel dat een één procentpunt lagere rente zo’n twaalf procentpunten dekkingsgraad scheelt. Stel dat de ECB-onderzoekers gelijk hebben dat het opkoopbeleid de *term premium* met bijna één procentpunt heeft verlaagd (Eser et al., 2019), wat ik dus betwijfel. Dan zouden veel pensioenfonds zonder dit ECB-beleid een duidelijk hogere dekkingsgraad hebben en op ruime afstand staan van de ‘gevaarzone’.

Het is overigens ironisch om te constateren dat de ECB nogal eens het verwijt krijgt dat het ruime monetaire beleid in het voordeel werkt van mensen met vermogen aangezien het de beleggingsrendementen zou hebben opgezweept, maar dat pensioenfonds toch vooral last hebben van het beleid. Hier klopt iets niet. Het probleem zit hem in de manier waarop wij dekkingsgraden berekenen, wat weer samenhangt met de hardheid van de (nominale) pensioenbelofte. Dit is een ingewikkelde discussie. In ieder geval is duidelijk dat de dekkingsgraden hoger zouden zijn bij een hogere rente. Dan hadden we ook al die moeilijke discussies over kortingen niet gehad.

Banken

Ook banken hebben last van de lage rente. Meer specifiek hebben ze last van twee aspecten. Het eerste probleem is dat, als het klopt dat de ECB de *term premium* bij het tienjaarssegment met bijna een procentpunt heeft gedrukt, de rentetermijnstructuur nu vlakker is dan anders het geval zou zijn geweest. Mogelijkheden om geld te verdienen aan looptijdtransformatie worden op die manier verminderd, al hebben veranderingen in de regelgeving de mogelijkheden van banken om aan looptijdtransformatie te doen de laatste jaren sowieso reeds ingeperkt.

De combinatie van het creëren van overliquiditeit in het financiële systeem met negatieve rente voor banken die geld op deposito bij de ECB aanhouden, is het tweede probleem. Banken zijn tot dusver terughoudend geweest wat betreft het doorberekenen van negatieve depositorente aan particuliere relaties. Dat betekent een aanzienlijke negatieve marge op particuliere deposito’s. De ECB probeert de pijn wat te verzachten door *tiering*, maar dat is voor Nederlandse banken niet veel meer dan een doekje voor het bloeden.

De ECB voert overigens niet geheel ten onrechte aan dat banken ook profiteren van de lage rente omdat dit de economie ondersteunt, en zo ook de kredietkwaliteit van de leningen in portefeuille positief beïnvloedt.

Verzekeraars

De lage rente treft ook verzekeraars voor zover die in hun functioneren afhankelijk zijn van het behalen van een bepaald rendement op hun beleggingsportefeuille. Als ze dat door de lage rente niet kunnen halen, vormt dat voor

hen een serieuze bedreiging. Ofwel deze situatie leidt tot verliezen waardoor het probleem voor verzekeraars existentieel is, of de premies moeten omhoog

Vermogensongelijkheid

Ten slotte is er de invloed die de uitzonderlijk lage rente heeft op de waarde van vermogenstitels. Enerzijds leidt dit tot het verwijt dat het ruime monetaire beleid de vermogensongelijkheid vergroot, anderzijds dat het zeepbellen veroorzaakt die de financiële stabiliteit in gevaar brengen.

Het is niet meer dan logisch dat de waarde van een vermogenstitel met een hoge duration stijgt als de rente en de verwachtingen ten aanzien van het toekomstig renteverloop dalen. Soms wordt een dergelijke waardestijging veel te snel als een zeepbel beschouwd. Huizen zijn wellicht de vermogenstitel met de hoogste duration. Het is daarom niet verrassend dat een daling van de rente de huizenprijzen doet stijgen.

Stijgende huizenprijzen hebben sociale consequenties: wie kan zich veroorloven waar te wonen? Een exorbitante stijging van huizenprijzen kan gezien worden als het herverdelen van het vermogen van mensen die geen huis bezitten, maar dat wel zouden willen, naar het vermogen van bestaande huizenbezitters, dus grofweg van jong naar oud. Meestal is dat een zeer ongewenste ontwikkeling.

Hoe sterk huizenprijzen stijgen, is niet alleen van de rente afhankelijk. De lage rente vermindert de hypotheeklasten en stimuleert daardoor de vraag. Hoeveel de prijzen dan stijgen, hangt ook van het aanbod af. De Nederlandse huizenmarkt kenmerkt zich ten opzichte van veel andere landen door een zeer lage prijselasticiteit van het aanbod als de prijzen stijgen (Michiels en al., 2017). De kwantiteit van het woningaanbod is meer afhankelijk van de toepassing van ruimtelijke ordening, initiatieven van gemeenten om bouwlocaties te ontwikkelen, financiële ruimte bij woningcorporaties et cetera. Hier schort het al jaren aan. Zo is een groot deel van de stijging van huizenprijzen dus niet op het conto te schrijven van de lage rente.

Ook andere vermogenstitels met een lange duration, zoals aandelen, worden door de daling van de rente per definitie duurder. Dat is fijn voor de houders van deze vermogenstitels. Maar men moet ook veronderstellen dat het

verwachte toekomstige rendement op deze vermogenstitels erdoor daalt. Dat is voor de houders dan weer minder gunstig, en voor toekomstige kopers al helemaal vervelend. Het kan partijen ertoe aanzetten om meer risico te nemen dan passend is voor ze, in een poging om toch nog maar een zeker rendement te behalen. Een situatie waarbij veel partijen en risico's nemen die niet passend zijn bij hun risicoprofiel, is ongezond, en kan tot grote schade en paniek leiden als het misgaat.

Conclusie

Er is in ons land vaak kritiek te horen op de lage rente die wordt gezien als het gevolg van het ECB-beleid, en die vooral voor ons land negatief zou zijn. Het is de vraag of die kritiek terecht is. Ten eerste is het niet duidelijk in hoeverre het ECB-beleid de rente feitelijk verlaagt. Ook zonder het ECB-beleid zou de rente zeer waarschijnlijk historisch laag kunnen zijn.

Ten tweede vinden de vermeende nadelen voor de Nederlandse economie vooral op microniveau plaats. Vanuit macroperspectief hebben we met onze lange balansen feitelijk een leveraged positie in breed gespreide beleggingsportefeuilles. Of zo'n positie wenselijk is, is een ander verhaal, maar deze profiteert zeker van de lage rente.

De specifieke problemen van pensioenfondsen en de huizenmarkt zijn slechts deels op het conto van de lage rente te schrijven. Even belangrijk zijn de regels die we hanteren bij dekkingsgraden en bij het inelastische karakter van het aanbod in ons land van nieuwbouwwoningen. Problemen van verzekeraars en banken zijn niet specifiek voor ons land. Dus als de rente langere tijd laag blijft, moeten op een hogere rente gebaseerde bedrijfsmodellen aangepast worden.

Literatuur

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.

Harding, R. (2019) *Profoundly low interest rates are here to stay*. *Financial Times*, 30 juli.

Laubach, T. en J.C. Williams (2003) *Measuring the natural rate of interest*. *The Review of Economics and Statistics*, 85(4), 1063-1070.

Michiels, T., S. Groot en R. van Maarseveen (2017) *Prijselasticiteit van het woningaanbod*. CPB Notitie, 15 augustus.

VAN ZANTEN

Roger Klaassen



Beperken systeemrisico's lage rente vereist nieuwe instrumenten

De Nederlandsche Bank ziet de stijgende huizenprijzen ten gevolge van de lage rente als een risico voor de financiële stabiliteit in Nederland. De huidige nationale instrumenten om de stabiliteit te waarborgen, richten zich vooral op de kredietgroei. Kredieten lijken echter dit keer niet de oorzaak te zijn van de stijgende huizenprijzen. Alternatieve instrumenten kunnen uitkomst bieden.

IN HET KORT

- De huizenprijzen stijgen hard terwijl de kredietverlening maar matig groeit.
- De huidige kredietgerichte maatregelen lijken dus niet relevant voor het beteugelen van de huizenprijsgroei.
- Aankooprestricties, overdrachtsbelasting en onroerendezaakbelasting lijken geschikter om de huizenprijsgroei te dempen.

LISANNE SPIEGELAAR

Huizenmarkt-econoom bij de Rabobank

MENNO MIDDELDORP

Hoofdeconoom bij de Rabobank

Als reactie op de financiële crisis en de daaropvolgende lage inflatie in de eurozone, heeft de Europese Centrale Bank (ECB) de rente meermalen verlaagd en is gestart met het opkoopprogramma. De lage rentes als gevolg van dit expansieve monetair beleid kunnen risico's vormen voor de financiële stabiliteit. Zo kan een lage rente bijvoorbeeld leiden tot overmatige kredietgroei. De vraag is of huishoudens en bedrijven deze schulden kunnen dragen als de rente weer stijgt (Wijffelaars en De Groot, 2018). Daarnaast kan een aanhoudend lage rente zorgen voor overwaardering van activaprijzen – waaronder huizenprijzen – door een *search for yield*, waarbij beleggers extra risico's nemen in hun zoektocht naar een hoger rendement (Adrian en Liang, 2018; DNB, 2019). De Nederlandsche Bank (DNB) ziet de rap stijgende huizenprijzen en het risicovollere gedrag van sommige huizenkopers in Nederland dan ook als een bron van systeemrisico (DNB, 2019).

Binnen de eurozone is het monetair beleid uniform, maar risico's kunnen verschillend uitpakken per land. Kredietmarkten, in ieder geval voor particulieren en het midden- en kleinbedrijf, zijn gefragmenteerd. Ook zijn huizenmarkten regionaler dan de markten voor financiële

activa. In tegenstelling tot monetair beleid kan macroprudentieel beleid landelijk opereren. Heeft Nederland de juiste macroprudentiële instrumenten om nationale systeemrisico's, die zich voornamelijk voordoen in de huizenmarkt, te beheersen?

Macroprudentiële instrumenten

Om financiële stabiliteitsrisico's te beperken, zijn er verschillende instrumenten ontwikkeld. Tabel 1 geeft de vijftien meest gebruikte middelen in de eurozone en in OESO-landen weer (IMF, 2018). Nederland maakt – iets minder dan gemiddeld – gebruik van macroprudentiële instrumenten. In 2017 waren 7 van de 80 geïdentificeerde instrumenten van kracht, tegenover een gemiddelde van 8 in de eurozone en 11,4 in de OESO-landen.

De algemeen beschikbare maatregelen kunnen worden opgedeeld in structurele en anticyclische instrumenten. De structurele instrumenten zijn onafhankelijk van de stand van de financiële cyclus. Hieronder vallen bijvoorbeeld maximale *loan-to-value*- en *debt/loan-to-income*-normen (LTV en DTI/LTI), belastingen, en de kapitaaltoeslagen op systeemrelevante financiële instellingen. Anticyclische instrumenten variëren juist wel met de stand van de financiële cyclus, en zijn bedoeld om de pieken en dalen van de cyclus in te perken. Voorbeelden hiervan zijn de contracyclische kapitaalbuffer en de dynamische voorzieningen voor kredietverliezen.

Nederland maakt tot op heden in feite geen gebruik van anticyclische macroprudentiële instrumenten. Want hoewel de contracyclische kapitaalbuffer onder Bazel III sinds 1 januari 2019 officieel van kracht is, heeft DNB de hoogte hiervan vastgesteld op nul procent.

De beschikbare instrumenten richten zich voornamelijk op de kredietverstrekking en op banken. Instrumenten gericht op verzekeraars, pensioenfondsen en beleggingsinstellingen worden in Nederland nog niet gebruikt, terwijl hun belang in het financiële stelsel toeneemt (DNB, 2019).

Dat de bestaande Nederlandse macroprudentiële instrumenten zich vooral richten op bancaire kredietgroei is niet vreemd, want overmatige kredietgroei gevolgd door een financiële crisis is een terugkerend patroon in de economische geschiedenis (Schularick en Taylor, 2012). Maar dat is niet een patroon dat zich nu voordoet in Nederland.

Kredietgroei is niet het probleem

Het niveau van uitstaande schulden van Nederlandse bedrijven en huishoudens is, met respectievelijk 138 en 101 procent van het bruto binnenlands product (bbp), vergeleken met andere landen weliswaar hoog, maar van overmatige bancaire kredietgroei is er sinds de crisis geen sprake. Sinds de lage rente en het onconventionele monetaire beleid van de ECB is het totaal uitstaande bedrag aan bancaire leningen hooguit gestabiliseerd (figuur 1).

Stijgende huizenprijzen

Naast kredietgroei verbindt men ook harde stijgingen en overwaardering van activaprijzen in het algemeen, en huizenprijzen in het bijzonder, aan financiële crises (Borrio en Lowe, 2002). De uitstaande hypotheekschuld in Nederland groeit sinds de crisis traag (figuur 2). Dat komt gedeeltelijk door meer aflossingen, maar de groei van de nieuwe hypotheekverstrekking is ook aan banden gelegd door strakkere LTV- en LTI-normen, waarbij nu vooral de laatste bindend lijken te zijn omdat de huizenprijzen flink harder zijn gestegen dan de inkomens (De Groot en Vrieselaar, 2019). Desondanks zijn de huizenprijzen in Nederland de afgelopen jaren wel hard gestegen, zelfs harder dan voor de crisis. Een belangrijke reden hiervoor is dat de nieuwbouw trager verloopt dan voor de crisis. Meer huizen bouwen, vooral in steden, is de effectiefste manier om de stijging van de huizenprijzen tegen te gaan (Lennartz et al., 2018), maar dit zal enige tijd vergen en is zeker geen macroprudentieel beleid.

DNB en de European Systemic Risk Board signaleren dan ook een toegenomen systeemrisico op de Nederlandse huizenmarkt, mede als gevolg van de langdurig lage rente dankzij het ECB-beleid (DNB, 2019; ESRB, 2019). Er zijn tekenen van overwaardering, huizenprijzen stijgen veel harder dan inkomens, en sommige huizenkopers vertonen risicovoller gedrag door de grenzen op te zoeken van wat ze mogen lenen ten opzichte van hun inkomen, en door vaker te overbieden (DNB, 2019). Ook de opkomst van particuliere investeerders met een korte investeringshorizon kan risico's vormen, want deze kunnen zorgen voor grotere vraaguitval bij een omslag in de huizenmarkt (De Groot en Spiegelhaar, 2019). Deze extra vraaguitval versterkt de rem op de huizenprijsgroei, welke mogelijk kan omslaan in een daling. Dit beïnvloedt de vermogenspositie van huiseigenaren, en heeft met name een negatieve invloed op huiseigenaren met een hoge hypotheek, waarbij het huis mogelijk onder water kan komen te staan.

De risico's op de huizenmarkt worden vergroot door de erfenis van kredietgroei uit het verleden, toen de fiscale behandeling van hypotheek en leennormen ruimer waren. De totale Nederlandse woninghypotheekschuld is met 92,4 procent van het bbp in 2018 nog altijd de hoogste van Europa (EMF, 2019). Ten tijde van conjuncturele neergang en dalende huizenprijzen verslechtert de schuldendienstcapaciteit van huiseigenaren met een hypotheek, waardoor zij hun consumptie terugschroeven (Teulings en Zhang, 2019). Dit wordt mogelijk versterkt doordat Nederlandse huishoudens minder grote liquide financiële buffers, zoals spaargeld, hebben (Prins en De Boeck, 2018). Schuldenaren betalen meestal wel hun

Meest gebruikte macroprudentiële instrumenten in 2017

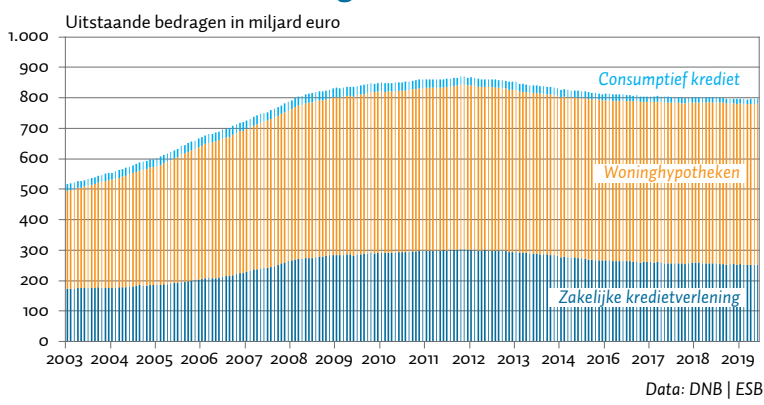
TABEL 1

	Gebruik eurozone (n = 19)	Gebruik OESO-landen (n = 34)	Gebruik NL
Kapitaalconserveringsbuffer (banken)	18	31	ja
Kapitaaltoeslagen op systeemrelevante financiële instellingen	18	31	ja
Liquideitsdekkingratio (liquidity coverage ratio, banken)	16	29	ja
Maximale loan-to-value-norm gedekt huishoudkrediet	10	18	ja
Maximale debt-service/loan-to-income-norm huishoudkrediet	9	13	ja
Maatregelen die liquideits- en spoedverkooprisico's in de niet-bancaire sector verminderen	8	20	nee
Blootstellingslimieten op bepaalde soorten huishoudkrediet (banken)	6	13	nee
Kapitaaleisen huishoudkrediet (banken)	5	15	nee
Maatregelen die risico's door onderlinge verbondenheid/blootstelling van financiële instellingen verminderen	5	13	nee
Contra-cyclische kapitaalbuffer (banken)	3	8	nee
Dynamische voorzieningen voor kredietverliezen (banken)	2	10	nee
Kapitaaleisen bedrijfskrediet (banken)	2	10	nee
Fiscale maatregelen gericht op huishoudens of bedrijven (zoals hypotheekrenteaftrek of vermogenswinstbelasting)	2	4	ja
Minimum ongewogen solvabiliteitsratio (leverage-ratio, banken)	1	11	ja
Blootstellingslimieten op bepaalde soorten bedrijfskrediet (banken)	1	5	nee
Gemiddeld aantal gebruikte instrumenten (van de 80)	8	11,4	7

Data: IMF (2018) | ESB

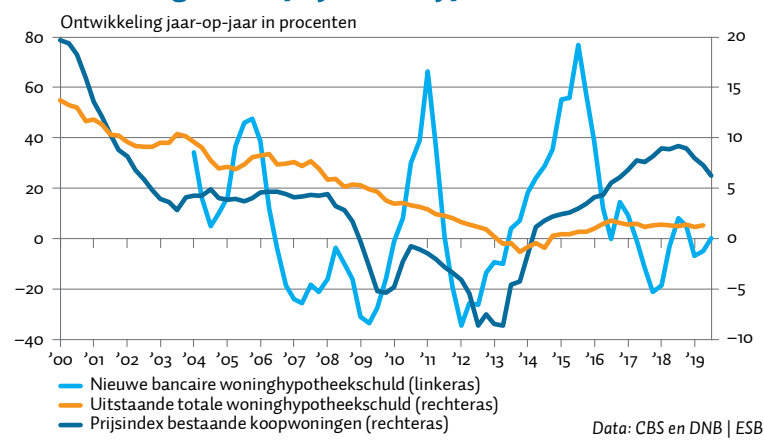
Bancaire kredietverlening Nederland

FIGUUR 1



Ontwikkeling huizenprijzen en hypothecair krediet

FIGUUR 2



maandelijkse hypotheeklasten, waardoor het percentage wanbetalers op Nederlandse woninghypotheken in Europees perspectief erg laag is (Stanga et al., 2019). Maar hierdoor blijft er minder geld over voor consumptie, en deze daling in private consumptie versterkt de conjuncturele neergang (DNB, 2017). Dat kan leiden tot onwenselijke economische instabiliteit die bovendien weer via betalingsproblemen, op onder andere bedrijfskrediet, de financiële stabiliteit kan aantasten.

Woningmarktspecifieke maatregelen

Gezien het belang van de huizen- en hypotheekmarkt voor financiële stabiliteit, proberen beleidsmakers in verschillende landen deze met behulp van macroprudentiële instrumenten te beïnvloeden. Hogere huizenprijzen gaan meestal gepaard met zowel hypothecaire als bredere kredietgroei. De kredietgerichte maatregelen uit tabel 1 bieden dan een uitkomst. Het aanscherpen van kapitaaleisen voor banken, bijvoorbeeld via het introduceren van minimumeisen voor de ongewogen solvabiliteitsratio of de contracyclische kapitaalbuffer (tabel 1) remt de totale kredietgroei, en daarmee ook de hypothecaire kredietgroei en in potentie dus de

druk op huizenprijzen. Maar de vraag is hoe sterk dit effect op het moment in Nederland zal zijn, gezien het feit dat dit nu niet gepaard gaat met een sterke kredietgroei.

Kredietgericht

Er zijn ook kredietgerichte instrumenten specifiek voor de huizenmarkt. Het verhogen van de risicogewichten op hypotheken draagt bij aan de verliesabsorptiecapaciteit van banken. Maar uit de wetenschappelijke literatuur blijkt niet dat dit ook daadwerkelijk de hypothecaire kredietverlening van banken tempert, en dan lijkt een effect op de huizenprijzen ook niet voor de hand liggend. Maximale LTV- of LTI-normen beteugelen weliswaar de hypothecaire kredietgroei en leiden tot minder wanbetalers op hypotheken (Stanga et al., 2019), maar slechts enkele studies vinden ook een dempend effect op huizenprijsgroei (tabel 2).

Deze beschikbare woningmarktspecifieke instrumenten zijn volledig kredietgericht en zouden via dat kanaal de huizenprijzen kunnen beïnvloeden. Maar gezien de beperkte kredietgroei in Nederland is het de vraag hoe een verder aan banden leggen van hypothecair krediet de financiële risico's en prijsstijgingen in toom zal gaan houden. Bovendien is het nadeel van deze middelen dat de afstand tot de koopwoningmarkt van woningzoekenden met de grootste kredietbehoefte – specifiek starters en (jonge) huishoudens met een middeninkomen en weinig vermogen – verder toeneemt. Zij worden vervolgens de vrije huursector in gedwongen, waar nauwelijks betaalbare alternatieven zijn. Dit maakt sparen lastig, waardoor de afstand tot de koopwoningmarkt alleen maar groter wordt, en de financiële weerbaarheid van deze groep slechter (Prins en Vrieselaar, 2019). Tegelijkertijd beteugelt dit alleen de beleggers die gebruikmaken van persoonlijke hypotheken, en niet de groep die huizen koopt met vermogen of gebruikmaakt van een zakelijke hypotheek.

Niet-kredietgericht

De vraag is dan ook of er andere, niet-kredietgerichte, macroprudentiële instrumenten zijn voor de huizenmarkt. Ervaringen met beleidsimplementaties in het buitenland bieden een leerschool voor mogelijke niet-kredietgerichte instrumenten die de huizenprijsgroei direct beïnvloeden. Die maatregelen omvatten aan de huizenmarkt gerelateerde belastingen en aankooprestricties en zijn vooral gericht op tweede en volgende huizen (tabel 3). Belastingen vallen normaliter onder het fiscaal beleid van de overheid, maar indien ze effectief kunnen worden ingezet voor het bewaken van de financiële stabiliteit, kan dit ervoor pleiten om de macroprudentiële autoriteit invloed te geven. In Nederland is dit het Financieel Stabiliteitscomité (FSC), bestaande uit leden van DNB, de AFM en het Ministerie van Financiën. De aanbevelingen van de FSC zijn (nog) niet bindend. Het instellen van fiscale maatregelen moet daarom alsnog via de Eerste en Tweede Kamer gebeuren.

China heeft aankooprestricties ingesteld op tweede en volgende huizen in grote steden. Dit heeft een significant effect op huizenprijsgroei daar. Daarnaast blijkt uit onderzoek naar grote steden in China en naar OESO-landen dat een hogere onroerendezaakbelasting leidt tot lagere huizenprijsgroei.

Literatuur over kredietgerichte macroprudentiële instrumenten woningmarkt TABEL 2

	Heeft dempend effect op huizenprijzen	Heeft dempend effect op hypothecaire kredietverlening	Literatuur
Hogere risicogewichten hypothecair krediet	Niet onderzocht	Nee	Kuttner en Shim (2013)
Maximum loan-to-value-ratio	In sommige studies	Ja	Akinci en Olmstead-Rumsey (2017), BIS (2018), Cerutti et al. (2017), Crowe et al. (2011), IMF (2012), Kuttner en Shim (2013), Lim et al. (2011), Vandenbussche et al. (2012)
Maximum loan-to-income-ratio	In sommige studies	Ja	Akinci en Olmstead-Rumsey (2017), BIS (2018), Cerutti et al. (2017), Crowe et al. (2011), IMF (2012), Kuttner en Shim (2013), Lim et al. (2011)

ESB

Literatuur over niet-kredietgerichte 'macroprudentiële' instrumenten woningmarkt TABEL 3

	Heeft dempend effect op huizenprijzen	Literatuur
Aankooprestricties	Ja	An et al. (2019), Du en Zhang (2015), Sun et al. (2017)
Overdrachtsbelasting	In sommige studies	Aregger et al. (2013), Davidoff en Leigh (2013), Kuttner en Shim (2013)
Onroerendezaakbelasting	Ja	China: Du en Zhang (2015), OESO: Oliviero et al. (2016)

ESB

Een overdrachtsbelasting op tweede en volgende woningen zou speculatie op stijgende prijzen tegen kunnen gaan (Middeldorp en Lennartz, 2017). Het Verenigd Koninkrijk heeft deze in 2016 ingevoerd. Vervolgens waren er minder buy-to-let-hypotheek. Ook de Bank of England (2019) noemde dit als een van de redenen voor een vertraging van de huizenprijsgroei. Maar bij eerder onderzoek naar het effect van overdrachtsbelasting op de huizenprijsgroei vinden slechts sommige studies een effect.

Bovendien kennen instrumenten gericht op investeerders ook weer hun eigen nadelen. Uit De Groot en Spiegelaar (2019) blijkt namelijk dat de groei van het aanbod in het middenhuursegment – het deel van de vrije huursector met huurprijzen tot 1.000 euro – deels te danken is aan beleggers. Belastingen en restricties gericht op deze groep kunnen dan ook de groei van het middensegment remmen, en zo de bovengenoemde financiële kwetsbaarheid van de groep in het middensegment vergroten. Helaas weerspiegelt dit het fundamentele dilemma van de Nederlandse huizenmarkt. Met de zeer beperkte ruimte om het aanbod van huizen op korte termijn uit te breiden – vooral in de steden – betekent elke maatregel aan de vraagkant vooral een verschuiving in wie (op basis van vermogen en inkomen) er toegang krijgt tot de woningmarkt en hoe dit gebeurt (huur of koop).

Conclusie

De lage rente heeft in Nederland niet geleid tot overmatige kredietgroei, maar er is wel sprake van hard stijgende huizenprijzen en van risicovoller gedrag bij sommige huizenkopers. Hierdoor ontstaan er mogelijk risico's voor economische en financiële stabiliteit. Momenteel kunnen beleidsmakers alleen optreden via het beteugelen van (voornamelijk bancaire) kredietgroei, maar huizenprijsstijgingen worden nu minder door krediet beïnvloed. In het buitenland is ervaring met restricties en belastingen die huizenprijsstijgingen rechtstreeks beteugelen. Deze kennen helaas ook nadelen voor het functioneren van de huizenmarkt, maar zijn wel directer gericht op de systeemrisico's die Nederland nu kent.

Literatuur

- Adrian, T. en N. Liang (2018) Monetary policy, financial conditions and financial stability. *International Journal of Central Banking*, 14(1), 73–131.
- Akinci, O. en J. Olmstead-Rumsey (2017) *How effective are macroprudential policies? An empirical investigation*. International Finance Discussion Papers, 1136.
- An, H., Q. Zou, Y. Zhang en R. Gupta (2019) Property prices: How effective is a property-purchasing limitation policy for managing affordability? *International Real Estate Review*, 22(2), 197–229.
- Aregger, N., M. Brown en E. Rossi (2013) *Transaction taxes, capital gains taxes and house prices*. Swiss National Bank Working Paper, 2013-2.
- Bank of England (2019) *Inflation Report*, mei. Te vinden op bankofengland.co.uk.
- BIS (2018) *BIS Annual Economic Report*, juni. Hoofdstuk IV – Moving forward with macroprudential policies, p. 63–89.
- Borrio, C. en P. Lowe (2002) *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*. BIS Working Paper, 114.
- Cerutti, E., S. Claessens en L. Laeven (2017) The use and effectiveness of macroprudential policies: new evidence. *Journal of Financial Stability*, 28, 203–224.
- Crowe, C.W., G. Dell'Ariccia, D. Igan en P. Rabanal (2011) *How to deal with real estate booms: lessons from country experiences*. IMF Working Paper, 11/91.
- Davidoff, I. en A. Leigh (2013) *How do stamp duties affect the housing market?* IZA Discussion Paper, 7463.
- DNB (2017) *Economische ontwikkelingen en vooruitzichten*. DNB rapport, 14.
- DNB (2019) *Overzicht financiële stabiliteit*. DNB rapport, najaar.
- Du, Z. en L. Zhang (2015) Home-purchase restriction, property tax and housing price in China: a counterfactual analysis. *Journal of Econometrics*, 188(2), 558–568.
- EMF (2019) *Hypostat 2019: a review of Europe's mortgage and housing markets*. European Mortgage Federation, september.
- ESRB (2019) Recommendation of the European Systemic Risk Board of 27 June 2019 on medium-term vulnerabilities in the residential real estate sector in the Netherlands. *Official Journal of the European Union*, C366(04), 22–28.
- Groot, C. de, en L. Spiegelaar (2019) *Te vroeg om te juichen om groei middensegment*. RaboResearch Special, 3 juli. Te vinden op www.economie.rabobank.com.
- Groot, C. de, en N. Vrieselaar (2019) *Huizenbezit onder jonge middeninkomens duikt omlaag*. RaboResearch Themabericht, 29 augustus. Te vinden op www.economie.rabobank.com.
- IMF (2012) *The interaction of monetary and macroprudential policies: background paper*. IMF Policy Paper, 27 december.
- IMF (2018) *The IMF's annual macroprudential policy survey: objectives, design and country responses*. IMF Policy Paper, 30 april.
- Kuttner, K.N. en I. Shim (2013) *Can non-interest rate policies stabilise housing markets? Evidence from a panel of 57 economies*. BIS Working Paper, 433.
- Lennartz, C., B. Baarsma en N. Vrieselaar (2018) *Exploderende huizenprijzen: vijf beleidsopties*, 5 juni. RaboResearch Economisch commentaar, te vinden op www.economie.rabobank.com.
- Lim, C., F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut et al. (2011) *Macroprudential policy: what instruments and how to use them*. IMF Working Paper, 11/238.
- Middeldorp, M. en C. Lennartz (2017) *Huizenmarkt bubbel? Nederland is er helemaal klaar voor om de crisis van 2008 te bezweren*, 16 augustus. RaboResearch Column, te vinden op www.economie.rabobank.com.
- Oliviero, T., A. Sacchi, A. Scognamiglio en A. Zazzaro (2016) *House prices and immovable property taxes: evidence from OECD countries*. CSEF Working Paper, 444.
- Prins, C. en G. de Boeck (2018) *Nederlandse huishoudens hebben weinig vrij spaargeld*, 30 juli. RaboResearch Special, te vinden op www.economie.rabobank.com.
- Prins, C. en N. Vrieselaar (2019) *Huurders hebben meer moeite met sparen*. ESB, 104(4779), 535.
- Schularick, M. en A.M. Taylor (2012) Credit booms gone bust: monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870–2008. *American Economic Review*, 102(2), 1029–1061.
- Stanga, I., R. Vlahu en J. de Haan (2019) *Mortgage arrears, regulation and institutions: cross-country evidence*. DNB Working Paper, 580.
- Sun, W., S. Zheng, D.M. Geltner en R. Wang (2017) The housing market effects of local home purchase restrictions: evidence from Beijing. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 55(3), 288–312.
- Teulings, R. en L. Zhang (2019) *Huishoudens met een hoge hypotheek bezuinigen tijdens een recessie*. ESB, 104(4776), 354–357.
- Vandenbussche, J., U. Vogel en E. Detragiache (2012) *Macroprudential policies and housing price: a new database and empirical evidence for Central, Eastern, and Southeastern Europe*. IMF Working Paper, 12/303.
- Wijffelaars, M. en E. de Groot (2017) *Can private debtors in the eurozone weather interest rate shocks?*, 21 juni. RaboResearch Special, te vinden op www.economie.rabobank.com.

Beleidsfouten dreigen door verkeerde conclusies uit houdbaarheidssommen

Het CPB en DNB moeten de gevolgen van extreem lage rentes voor de macro-economische politiek, het begrotingsbeleid en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën beter doordenken. De uitkomsten van de houdbaarheidssommen bieden geen houvast voor het begrotingsbeleid in de volgende regeerperiode.

IN HET KORT

- Uit het grotere houdbaarheidstekort mag men niet concluderen dat het begrotingstekort verkleind moet worden.
- Het CPB en DNB veronderstellen dat het aanbod de economische groei bepaalt. Bij de ondergrens van de rente bepaalt de vraag die.
- Het CPB moet de discontovoet in de vergrijzingsommen beter onderbouwen.

BAS JACOBS

Hoogleraar aan de
Erasmus Universiteit
Rotterdam

Door de extreem lage rente rijst een aantal grote macro-economische vragen (Jacobs, 2019). Moet Nederland meer gaan investeren? Hoe groot is de kans dat Nederland dynamisch inefficiënt is geworden? Verliezen begrotingsregels en houdbaarheidstekort hun economische betekenis? Op die vragen gaat dit artikel in.

Volgens het Centraal Planbureau (CPB) heeft de veel lagere rente, in combinatie met de door hen lager geschatte productiviteitsgroei (CPB, 2019b; DNB, 2019), *geen enkele consequentie* voor het te voeren macro-economische beleid, de houdbaarheid van overheidsfinanciën en de inrichting van het pensioenstelsel (CPB, 2019a). Het houdbaarheidstekort is volgens het CPB zelfs opgelopen naar 1,6 procent van het bruto binnenlands product (bbp; 16 miljard euro in 2025). Daarom zouden verdere uitgavenbeperkingen of lastenverzwaringen in de komende kabinetsperiode noodzakelijk zijn.

Dit artikel betoogt dat zowel de ramingen van DNB (2019) en CPB (2019b) als de houdbaarheidssommen (CPB, 2019a) met een grote dosis scepsis moeten worden bekeken. Bij de discontovoet die het CPB hanteert in de nieuwe houdbaarheidssommen moet een groot aantal kanttekeningen worden geplaatst. Daarnaast houden DNB en het CPB ten onrechte geen rekening met de langdurige stagnatie die het gevolg is van het langdurig aanhouden

van de ondergrens op de beleidsrente van de centrale bank. Langdurige stagnatie – mogelijk versterkt door hystereseeffecten – kan verklaren waarom de productiviteitsgroei nu lager is. Het zou bovendien een beleidsfout zijn om in de volgende regeerperiode de begrotingsteugels weer aan te halen zolang de rentes op overheidsschulden nog negatief zijn.

Discontovoet

De discontovoet is, samen met de groeivoet van de economie, de cruciale parameter in houdbaarheidssommen. De discontovoet minus de groeivoet van het bbp bepaalt hoe zwaar toekomstige tekorten of overschotten worden verdisconteerd, en daarmee hoe hoog het houdbaarheidstekort wordt in termen van het bbp. De houdbaarheidssommen hebben alleen betekenis als de discontovoet hoger is dan de groeivoet van de economie. Is die lager dan de groeivoet, dan ‘ontplofften’ de houdbaarheidssommen en zijn alle schulden houdbaar.

Door de extreem lage rente is de discontovoet omlaag gegaan. Deze is namelijk gelijk verondersteld aan de risicovrije rente plus een risico-opslag gebaseerd op risicopremies in de financiële markten. De risicovrije nominale rente op tienjaarsstaatsobligaties staat nu op $-0,18$ procent en de dertigjaarsrente bedraagt momenteel $0,22$ procent (7 januari).

Als het CPB de discontovoet net zo zou hebben uiterekend als in de vorige vergrijzingsstudie, dan zou deze momenteel rond de $1,5$ procent liggen (Jacobs, 2019). De discontovoet ligt dan mogelijk onder de groeivoet van de economie. Dan is de kans groot dat het model voor de houdbaarheidssommen zou zijn ‘ontploft’ en dat de sommen iedere economische betekenis zouden verliezen. De Nederlandse economie zou bovendien *dynamisch inefficiënt* zijn geworden – een verhoging van publieke of private consumptie (via lastenverlaging) komt dan ten goede aan zowel huidige als toekomstige generaties. Voorts zou het impliceren dat het aandeel kapitaaldekking in de pensioenen zou moeten worden verkleind en de omslagfinanciering worden vergroot (Jacobs, 2019).

Het CPB (2019a) heeft de berekeningswijze voor de discontovoet echter drastisch aangepast. Deze zou nu geen $1,5$ procent maar $2,5$ procent moeten bedragen. Maar bij de berekeningswijze is een groot aantal vraagtekens te plaatsen.



Vraagtekens bij berekening discontovoet

Ten eerste, het CPB neemt alleen financieel risico mee, maar doet dat niet voor het risico in de groeivoet van de economie. Die is deterministisch verondersteld. Daardoor is de schatting van de discontovoet in de houdbaarheidsommen te hoog (Gollier, 2002; 2014).

Ten tweede, het model waarmee het CPB de vergrijzingsommen maakt, is deterministisch dus risicovrij. Het CPB maakt echter een ad-hoc-aanpassing in de rentevoet om te corrigeren voor financieel risico. Echter, het is analytisch niet correct om wel de vergoeding voor risico – de risicopremie – te modelleren, maar het risico zelf niet. Rendementen op financiële vermogensopbouw worden daardoor te hoog verondersteld. Tegelijkertijd worden de rentelasten op schulden, bijvoorbeeld de staatsschuld, systematisch overschat. Dit zorgt voor een *counter-factual* aanname in het model dat de risicovrije rente op de staatsschuld 2,5 procent zou zijn, terwijl die momenteel voor de meeste looptijden negatief is.

Ten derde, het CPB maakt een ad-hoccorrectie in de macrodiscontovoet voor het risico in verschillende vermogenstitels, terwijl in het model alle vermogenstitels perfect substitueerbaar zijn, geen risico kennen en hetzelfde rendement hebben. Het is daarom alsof er maar één vermogenstitel in het model bestaat: risicovrije staatsobligaties. Om tot een zuivere schatting van de discontovoet te komen, moeten verschillende vermogenstitels daadwerkelijk worden gemodelleerd, alle met hun eigen risicopremies. Bovendien moeten die risicopremies rekening houden met de covarianties met structurele modelparameters. Dat doet het CPB nu niet.

Zelfs als de huidige CPB-schatting van de modelparameters voor waar wordt aangenomen, dan nog bestaat er een potentieel interpretatieprobleem. Het CPB spreekt over het “extreme en onwaarschijnlijke geval dat de risicogewogen discontovoet kleiner is dan de economische groei”. Het CPB komt alleen niet met enige onderbouwing dat dit geval ‘extreem en onwaarschijnlijk’ is, want de standaardfouten ontbreken. Stel nu dat met een kans p de discontovoet lager is dan de groeivoet. Hoeveel waarde moet er dan worden gehecht aan beleidsconclusies uit een model dat met kans $1 - p$ weliswaar klopt, maar met kans p ‘ontploft’, ook al is p klein?

Ondergrens op de rente

Terwijl het CPB de discontovoet hoger inschat dan voorheen hebben CPB en DNB de inschatting van de potentiële groei voor 2022–2025 juist sterk naar beneden bijgesteld, naar 1,1 procent per jaar, met name door een lagere productiviteitsgroei (CPB, 2019b; DNB, 2019). De productiviteitsgroei is in de nieuwe houdbaarheidsommen geëxtrapoleerd van 1,5 procent naar 1 procent per jaar tot in de verre toekomst (CPB, 2019a). CPB en DNB lijken daarmee te zijn veranderd in technologische pessimisten, in navolging van Gordon (2017). Een productiviteitsgroei van 1 procent per jaar ligt ruim beneden het historische gemiddelde van de bbp-groei per gewerkt uur gedurende 1971–2008 van 2,0 procent per jaar (CPB, 2019c).

Doordat de neerwaartse aanpassing van de discontovoet exact samenvalt met de lagere productiviteitsgroei hebben de veranderingen in deze macro-economische sleutelvariabelen netto nul effect op de houdbaarheid.

In hun ramingen neemt zowel het CPB als DNB aan dat het aanbod op lange termijn het bbp bepaalt. Deze *aanname*, dat het aanbod altijd zijn eigen vraag creëert, is niet langer gerechtvaardigd bij de ondergrens op de rente. Het probleem van de ondergrens laat zich het eenvoudigste uitleggen aan de hand van een standaardmodel van een markt voor een goed met een minimumprijs, zie ook figuur 1a. Het aanbod neemt toe in de prijs, terwijl de vraag daalt in de prijs. Stel nu dat de overheid een minimumprijs zet boven de marktruimende prijs. In dat geval zal het aanbod tot boven de marktruimende prijs worden gedreven en zal er een vraagtekort, of aanbodoverschot, ontstaan. Denk bijvoorbeeld aan de boterbergen en melkplassen die werden veroorzaakt door het Europese landbouwbeleid.

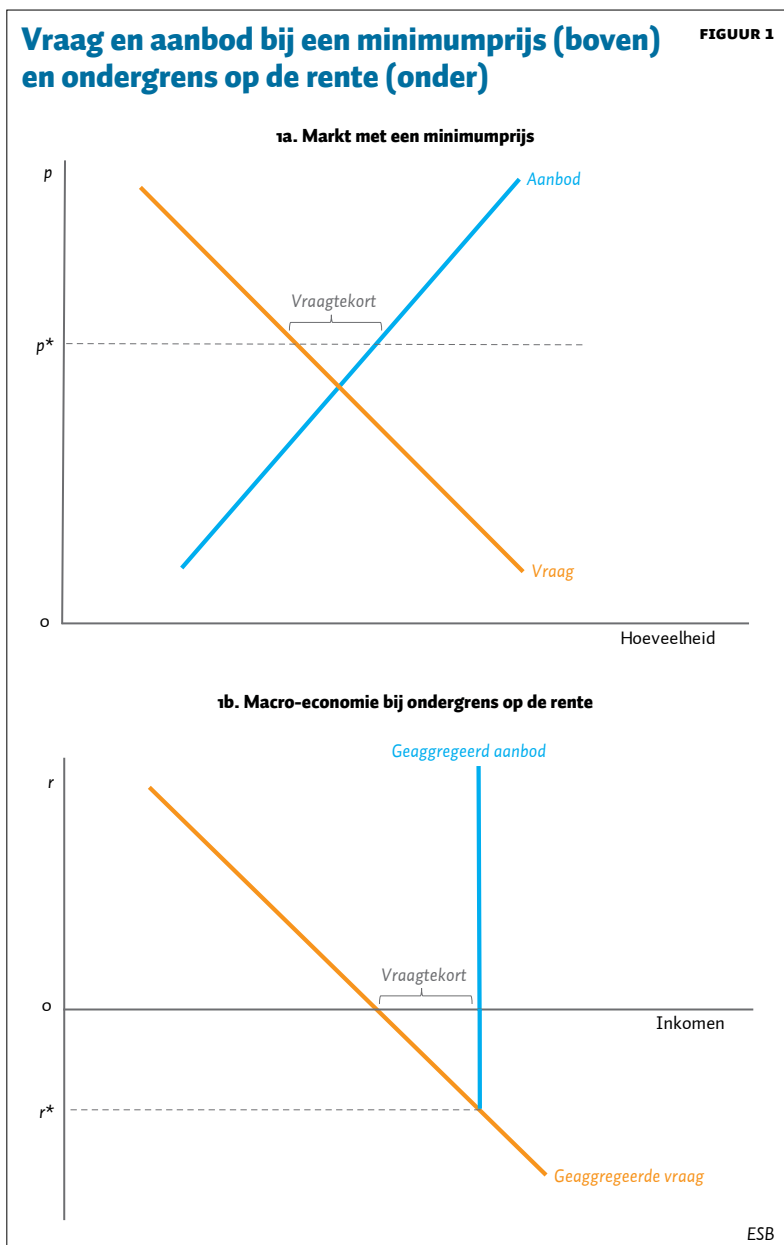
De effectieve ondergrens op de rente zorgt eveneens voor een minimumprijs, nu op de kapitaalmarkt. In de macro-economie is de reële rente het belangrijkste aanpassingsinstrument dat moet zorgen voor de aansluiting van vraag en aanbod op de kapitaalmarkt en – via de wet van

Walras – op de goederenmarkt, zie ook figuur 1b. Het geaggregeerde aanbod is op korte termijn gegeven door de hoeveelheid arbeid, kapitaal en technologie, en loopt daarom verticaal. De geaggregeerde vraag is dalend in de reële rente. Bij een lagere rente nemen de consumptie, investeringen en netto-exporten toe (via een depreciatie van de wisselkoers). De rente moet aldus zorgen dat de vraag gelijk wordt aan het aanbod in de economie.

In iedere geldeconomie kan de beleidsrente van de centrale bank echter niet ver onder nul zakken, het rendement op contant geld. Arbitrage tussen vermogenstitels op de kapitaalmarkt zorgt aldus voor een minimumprijs op de kapitaal- en dus de goederenmarkt. Het gevolg van deze ondergrens op de rente is dat vraagtekorten niet automatisch verdwijnen – zeker als de centrale bank niet succesvol is of kan zijn met haar onconventionele beleid. De macro-economie keert daarom niet gegarandeerd terug naar het potentiële aanbod (Werning, 2012; Lukkezen et al., 2015). In de open economie zorgt de ondergrens op de rente bovendien voor een effectieve ondergrens op de wisselkoers, waardoor de netto-exporten zich eveneens niet voldoende hoeven aan te passen.

Vraag en aanbod bij een minimumprijs (boven) en ondergrens op de rente (onder)

FIGUUR 1



Langdurige stagnatie

Het grote macro-economische probleem is daarom dat onder de huidige condities de rente niet langer kan fungeren als een prijs die voor evenwicht zorgt. Als de economie langdurig vastzit op de ondergrens kan er worden gesproken van langdurige stagnatie (Summers, 2013; Eggertsson et al., 2019) met matige groei, kortdurende oplevingen en desinflatie, en hoge waarderingen in de huizen- en aandelenmarkten, precies wat de afgelopen jaren hebben laten zien (Jacobs, 2016; 2018).

De macro-economische gevolgen van de ondergrens op de rente en het gevaar van langdurige stagnatie worden nog altijd niet serieus genomen. Hoewel momenteel de lage werkloosheid en positieve outputgaps wijzen op overbesteding, wijzen de chronisch lage inflatie, loongroei en bbp-groei op de tekortschietende vraag (CPB, 2019c). Ongeacht hoe groot of hoe klein de vraagtekorten op dit moment echter zouden zijn, het probleem met de ondergrens op de rente blijft relevant, en wordt direct weer acuut bij de volgende economische neergang.

Door structurele factoren valt te verwachten dat rentes nog vele jaren extreem laag kunnen blijven: vergrijzing, stijgende wereldwijde inkomens- en vermogensongelijkheid, dalende reële kosten van investeringen, groter Aziatisch aanbod in met name China, en een sterke behoefte aan veilige beleggingen van banken, verzekeraars en pensioenfondsen.

Zolang de ondergrens op de rente bindend is, bepaalt niet het aanbod maar de vraag de groei van het bbp. Met andere woorden: bij de ondergrens gaat de wet van Say – ieder aanbod creëert altijd zijn eigen vraag – niet langer op. Als de vraag structureel achterblijft bij het aanbod, doen bedrijven geen investeringen om hun capaciteit op peil te houden of uit te breiden, waardoor de productiviteitsgroei vertraagt. Ook kan langdurige stagnatie een ‘zelfvervullende profetie’ worden als huishoudens en bedrijven verwachten dat de groei langdurig zwak zal blijven, en daarom hun investeringsbeslissingen gaan uit- of afstellen en daarmee de

groei van het aanbod op de lange termijn beschadigen. Een aanwijzing daarvoor zijn de sterk gestegen risicopremies in de financiële markten sinds het begin van de Grote Recessie (Caballero en Farhi, 2018). Te hoge reële rentevoeten zorgen ook voor te hoge kapitaalkosten, en voor te lage investeringen in kapitaal en R&D, hetgeen ook het aanbod op lange termijn verkleint (Jacobs, 2018). Het CPB en DNB kunnen daarom niet zonder meer veronderstellen dat, zolang de ondergrens bindt, de groei in het aanbod de structurele groeivoet van de economie bepaalt.

Hysteresis

Het is bovendien riskant om de gebrekkige productiviteitsgroei van de laatste tien jaar naar de verre toekomst te extrapoleren, zoals het CPB (2019a) nu doet. Het afgelopen decennium kenmerkte zich door grote vraaguitval vanwege de Grote Recessie. Die vraagdaling heeft tot permanente schade aan het aanbod van de economie geleid. Dat wordt *hysteresis* genoemd. Door sterke hysteresis-effecten is de productiviteitsgroei in het afgelopen decennium veel lager geweest. Nederland is – op basis van een conservatieve inschatting van de structurele groeivoet – zo'n tien procent van het bbp kwijtgeraakt ten opzichte van het trendmatige groeipad in de periode 2008–2018 (Jacobs, 2016). In de afgelopen tien jaar is daarmee ieder jaar geruisloos het structurele bbp-niveau gemiddeld met ongeveer een procentpunt naar beneden bijgesteld. Hysteresis is niet alleen in Nederland belangrijk geweest, maar in alle door de Grote Recessie getroffen economieën (Ball, 2014; Fatás en Summers, 2016). Sterke hysteresis-effecten tonen aan dat een langdurig tekortschietende vraag – al dan niet door een aanhoudende ondergrens – permanente schade aan het aanbod kan aanrichten.

Conclusies

Verkeerde beleidsinformatie kan leiden tot fouten in het te voeren economische en begrotingsbeleid tijdens de komende regeerperiode. Zowel de middellange-termijnraming als de houdbaarheidssommen van het CPB vormen de basis voor de Studiegroep Begrotingsruimte, de doorrekening van de verkiezingsprogramma's bij de verkiezingen van 2021 en de berekening van de budgettaire ruimte in het nieuwe regeerakkoord.

De modeluitkomsten van de nieuwe houdbaarheidssommen kunnen niet al te serieus worden genomen. Het is aannemelijk dat het CPB (2019a) de discontovoet te hoog en de structurele groeivoet te laag heeft verondersteld. De modelaannames ten aanzien van macro-economische risico's wat betreft rentevoeten, groeivoeten en risicopremies op vermogenstitels kunnen bovendien worden bekritiseerd. De kans bestaat dat de sommen 'ontploffen' en niet langer relevante beleidsinzichten opleveren.

Ook kan een belangrijke conclusie, dat de overheidsfinanciën 'onhoudbaar' zijn, niet worden getrokken als in de sommen de rente op staatsleningen 2,5 procent is verondersteld, terwijl die in werkelijkheid voor de meeste looptijden negatief is. Het CPB berekent dat het structurele EMU-tekort maximaal 0,8 procent van het bbp mag bedragen voor houdbare overheidsfinanciën, en dat de schuldquote dan stabiliseert op 25 procent van het bbp. Echter, bij een

rente van nul, en een structurele groeivoet van 1,5 procent en een inflatie van 1,5 procent per jaar, kan het begrotings-tekort ruim tweemaal zo groot zijn, circa 1,8 procent van het bbp, om de staatsschuld te stabiliseren op zestig procent van het bbp. Er is daarom veel meer budgettaire ruimte in de volgende regeerperiode dan de houdbaarheidssommen nu suggereren.

Het is overigens denkbaar dat de pessimistische projecties voor de productiviteitsgroei realiteit worden. Zolang beleidsmakers het probleem van langdurige stagnatie negeren, en hysteresis-effecten belangrijk zijn, zal een zwakke (door vraag bepaalde) groei vanzelf tot een permanent lage-structurele groei leiden. Hieruit mag echter niet de normatieve conclusie worden getrokken dat tekortreductie of aanbodbeleid gewenst zou zijn, want beide verergeren het probleem van de ondergrens. Vraagbeleid moet een centrale plek krijgen in de macro-economische politiek zolang de ondergrens bindt.

De lage rente is een niet mis te verstaan marktsignaal dat er te veel wordt gespaard en te weinig wordt geïnvesteerd. Zolang rentes negatief zijn, is het vanuit welvaartseconomisch oogpunt onverstandig om in de volgende regeerperiode de belastingen te gaan verhogen of de uitgaven te verlagen, en zo de staatsschuld te reduceren. De overheid moet daarentegen nadenken over hogere overheidsinvesteringen, in bijvoorbeeld onderwijs, onderzoek en de energietransitie en lastenverlichting, bij voorkeur in samenhang met een fundamentele belastingherziening (Cnossen en Jacobs, 2019).

Literatuur

- Ball, L. (2014) Long-term damage from the Great Recession in OECD countries. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 11(2), 149–160.
- Caballero, R.J. en E. Farhi (2018) The safety trap. *Review of Economic Studies*, 85(1), 223–274.
- Cnossen, S. en B. Jacobs (red.) (2019) *Ontwerp voor een beter belastingstelsel*. Amsterdam: ESB.
- CPB (2019a) *Zorgen om morgen*. CPB Vergrijzingsstudie, december.
- CPB (2019b) *Verkenning Middellangetermijn 2022–2025*. CPB Raming, november.
- CPB (2019c) *Macro Economische Verkenning 2020*. CPB Raming, september.
- DNB (2019) *Economische ontwikkelingen en vooruitzichten*. DNB Publicatie, 18.
- Eggertsson, G.B., N.R. Mehrotra en J.A. Robbins (2019) A model of secular stagnation: theory and quantitative evaluation. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), 1–48.
- Fatás, A. en L.H. Summers (2016) *The permanent effects of fiscal consolidations*. NBER Working Paper, 227340.
- Gordon, R.J. (2017) *The rise and fall of American growth: the U.S. standard of living since the Civil War*. Princeton: Princeton University Press.
- Jacobs, B. (2016) Langdurige stagnatie? Je gaat het pas zien als je het door hebt. *ESB*, 101(4741), 616–619.
- Jacobs, B. (2018) Verblind door macro-economisch optimisme. *ESB*, 103(4766), 460–463.
- Jacobs, B. (2019) Houdbaarheidstekort en begrotingsregels verliezen hun economische betekenis. *ESB*, blog, 16 augustus.
- Gollier, C. (2002) Discounting an uncertain future. *Journal of Public Economics*, 85(2), 149–166.
- Gollier, C. (2014) Discounting and growth. *American Economic Review*, 104(5), 534–537.
- Lukkezen, J., B. Jacobs en C. Kool (2015) *Macro-economie bij balansproblemen en in de liquiditeitsval*. CPB Achtergronddocument, 3 november.
- Summers, L. (2013) *Speech at IMF Fourteenth Annual Research Conference in honor of Stanley Fischer*, 8 november, Washington (DC). Te vinden op larrysummers.com.
- Werning, I. (2012) *Managing a liquidity trap: monetary and fiscal policy*. Tekst te vinden op economics.mit.edu.

Negatieve rente knaagt aan rentemarge banken

De Europese Centrale Bank heeft de afgelopen jaren de rente verlaagd tot onder de nul procent en heeft voor banken de mogelijkheden verruimd om geld te lenen. Maar bereikt dit monetaire beleid ook de reële economie? Een analyse van de in- en uitleenmarges van banken.

IN HET KORT

- Banken zijn terughoudend om de rente op huishouddeposito's onder nul te brengen.
- Een langdurig lage rente zet druk op de rentemarge van banken.
- Uitholling van de rentemarge kan de leencapaciteit van banken verminderen.

JORIEN FRERIKS

Econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB)

JAN KAKES

Econoom bij DNB

JAN WILLEM VAN DEN END

Econoom bij DNB

Tegen de achtergrond van een aanhoudend lage inflatie heeft de Europese Centrale Bank (ECB) in juni 2014 een van haar beleidstarieven, de rente die banken ontvangen op hun tegoeden bij de centrale bank, voor het eerst negatief gemaakt. Ze heeft deze depositorente daarna in stappen verder verlaagd tot $-0,50$ procent in september 2019. Ook op de kapitaalmarkt zijn de rentes gedaald tot negatieve waarden.

Een dalende rente beïnvloedt via verschillende kanalen de winstgevendheid van banken (De Sola Perea en Kasongo Kashama, 2017). Het meest besproken kanaal is via de rentemarge: het verschil tussen de rente die banken gemiddeld ontvangen op hun uitzettingen en de rente die ze betalen op hun vorderingen. De rentemarge van banken kan onder druk komen te staan als hun uitleenrentes wél verder dalen onder invloed van dalende en/of negatieve kapitaalmarktrentes, terwijl hun inleenrentes dat niet doen. Dit laatste is het geval als banken terughoudend zijn om de rente op (huishoud)deposito's onder nul te brengen.

Bij die terughoudendheid spelen twijfels over de maatschappelijke acceptatie van een negatieve rente, en de daarmee samenhangende reputatie-effecten een rol. Daarnaast wordt het bij een negatieve rente voor huishoudens aantrekkelijker om hun banktegoeden om te wisselen voor bankbiljetten waarop de rente nihil is (Eisenschmidt en Smets, 2019). Deze omwisselingsoptie begrenst de mogelijkheid van negatieve rentes op huishouddeposito's – een belangrijke, stabiele financieringsbron van het bankwezen.

De reversal interest rate

Renteverlagingen door de centrale bank kunnen contra-productief zijn wanneer ze de winstgevendheid van het

bankwezen aantasten. Minder winst gaat ten koste van de solvabiliteit, en daarmee van de capaciteit van banken om leningen te verstrekken. Het renteniveau waarop verdere verlagingen contraproductief worden noemen we de *reversal rate* (Brunnermeier en Koby, 2018).

Banken kunnen er ook voor kiezen om hun uitleenrentes niet evenredig mee te laten dalen met de beleidsrente. Dat kan met name bij deposito-afhankelijke banken een uitholling van de rentemarge beperken of uitstellen. De mogelijkheid om dit te doen is afhankelijk van de mate van concurrentie op de kredietmarkt. Hoe sterker de concurrentie, hoe minder macht banken hebben om de leenrentes te bepalen. Zowel een verminderde leencapaciteit als terughoudendheid om een dalende beleidsrente door te geven, belemmert de bancaire transmissie van het monetaire beleid naar de reële economie. In dit artikel laten we met cijfers van de ECB zien of dit in de praktijk het geval is.

Ondergrens rente op huishouddeposito's

Microdata van de ECB bevestigen dat de rente op de deposito's van huishoudens in de praktijk neerwaarts begrensd is. In het eurogebied hanteren banken voornamelijk niet of nauwelijks een negatieve rente op de direct opvraagbare deposito's van huishoudens (figuur 1a). Op de deposito's van niet-financiële bedrijven, waarvoor het aanhouden van liquiditeit in de vorm van bankbiljetten omslachtiger is, vergoeden sommige banken wel een negatieve rente (figuur 1b; Altavilla et al., 2019).

Invloed op rentemarge banken

Op basis van de microdata onderzoeken we de invloed van de geobserveerde ondergrens van de (huishoud)depositorentes op de rentemarge. Naar verwachting zijn banken met een hoge mate van depositofinanciering het meest gevoelig voor negatieve rentes. Daarom onderscheiden we 'depositobanken' van 'niet-depositobanken', met als criterium een deposito/balanstotaal-ratio dat hoger of lager is dan de mediane ratio. Omdat uitleenrentes in de kwetsbare eurolanden sterk beïnvloed zijn door de Europese schuldencrisis, richten we ons in het vervolg van dit artikel op de circa 120 grootste banken uit andere landen, namelijk België, Duitsland, Finland, Frankrijk, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Estland, Letland en Litouwen. Binnen het eurogebied zijn dit ook de landen met gemiddeld de laagste depositorentes, waar eventuele effecten van de ondergrens dus het snelst optreden.

De rentemarge kan worden uitgesplitst in drie componenten (figuur 2). De eerste component is de *inleenmarge*: de rente die banken betalen op hun depositofinanciering, ten opzichte van de *swaprente* met een vergelijkbare looptijd.

De tweede component is de *uitleenmarge*: de rente die banken ontvangen op hun vorderingen (zoals hun leningenboek en obligatieportefeuille), ten opzichte van de swaprente van een vergelijkbare looptijd. In dit artikel nemen we alle leningen mee aan niet-financiële bedrijven en ook hypotheekleningen aan huishoudens (leningen aan andere financiële instellingen nemen we niet mee).

De in- en uitleenmarges zijn een vergoeding voor financiële intermediatie. Aan de uitleenkant dekt deze marge bijvoorbeeld de kredietrisico's die een bank loopt wanneer deze kredieten verstrekt; aan de inleenkant is de marge een vergoeding voor onder andere de transactiediensten die banken aanbieden.

Onder normale omstandigheden ligt de depositorente onder de marktrente en de uitleenrente erboven, waardoor zowel de in- als uitleenmarge positief is, zoals in figuur 2.

De derde component bestaat uit de inkomsten door *looptijdtransformatie*. Inkomsten door looptijdtransformatie zijn afhankelijk van het verschil in looptijd tussen de vorderingen en schulden van banken (de looptijd-mismatch), de mate waarin banken deze afdekken en de steilte van de rentecurve.

Rentemarge gestaag gedaald

De gemiddelde totale rentemarge – hier gemeten als het verschil tussen uitleenrentes en inleenrentes op deposito's – is de afgelopen jaren gestaag gedaald, en bevindt zich nu op lagere niveaus dan voor de aanvang van de financiële crisis in 2008 (figuur 3a). Omdat we data op basis van nieuwe productie gebruiken, betreft dit de marge die banken verdienen op nieuw verstrekte leningen. Op de uitstaande leningen kan de rentemarge hoger liggen, zolang banken nog langlopende leningen op hun balans hebben staan die zijn vastgesteld tegen een hogere rente.

Opvallend is dat de verschillen tussen depositobanken en niet-depositobanken klein zijn, zowel voor als na de introductie van de negatieve rentes in 2014, wat erop duidt dat beide groepen banken niet op gesegmenteerde markten opereren maar onderling concurreren.

De totale rentemarge is de juiste maatstaf wanneer banken hun renterisico niet afdekken. Veel banken dekken echter een (aanzienlijk) deel van hun renterisico af met renteswaps (Chaudron, 2018; Hoffmann et al., 2018; Chaudron et al., 2020). Daarmee wordt de looptijdtransformatie – de derde component van de rentemarge – in feite uitgeschakeld. Banken worden hierdoor minder gevoelig voor renteschommelingen, maar behalen ook geen inkomsten uit looptijdtransformatie. Om rekening te houden met afdekking, kijken we ook afzonderlijk naar de inleenmarge en de uitleenmarge.

Inleenmarges sterk gedaald

De lagerente-omgeving heeft vooral de inleenmarge van banken verminderd. Depositofinanciering vormde voor de crisis een gunstige financieringsbron, omdat de vergoeding hierop lager lag dan de swaprente met een vergelijkbare looptijd. Momenteel ligt de vergoeding op deposito's echter juist hoger dan de swaprente, waardoor banken hierop moeten inleveren (figuur 3b).

De grootste daling van de inleenmarge vindt plaats kort na de verlaging van de centralebankrentes in 2008/2009 en

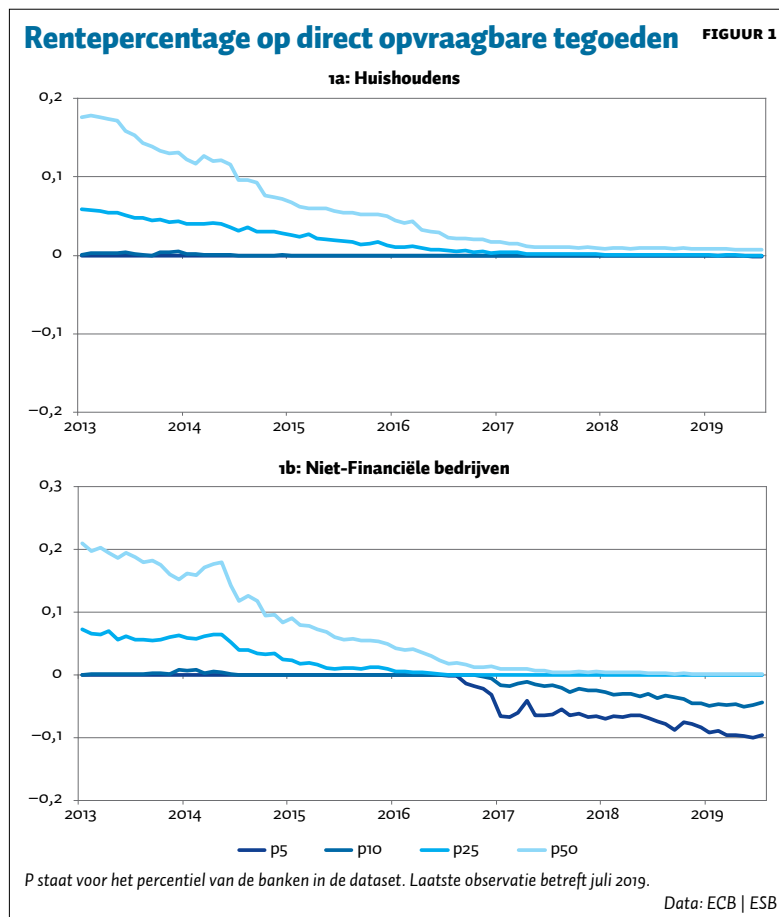
2011/2012. De neerwaartse knik in de afgelopen maanden weerspiegelt de snelle daling van de swaprente, als anticipatie op de verruimende maatregelen van het Eurosysteem in september 2019. Sinds deze zelfde maand compenseert de ECB banken enigszins door een deel van de reserves die banken bij de centrale bank aanhouden vrij te stellen van een negatieve rente.

Niet alle inleenrentes van banken zijn neerwaarts begrensd. Banken maken ook gebruik van andere financieringsvormen dan deposito's, zoals van schuldinstrumenten. De rente op een deel van deze financiering is echter wel negatief. Dit geldt vooral voor niet-depositobanken, die zich gemiddeld voor slechts 17 procent financieren met deposito's (depositobanken: 56 procent). Deze banken worden minder geraakt door de ondergrens op huishouddeposito's, waardoor de uitholling van hun totale inleenmarges beperkt blijft.

Uitleenmarges stabiel

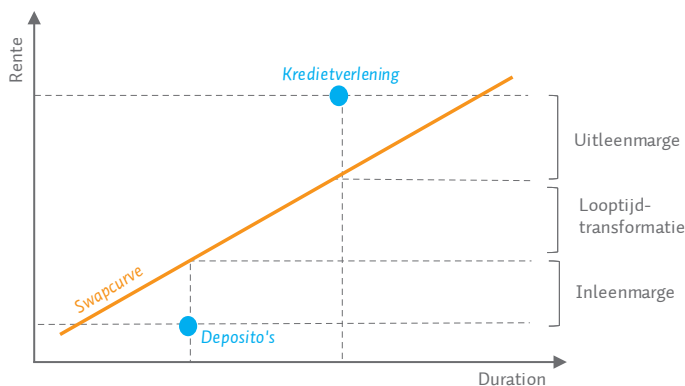
Het is minder eenduidig wat de negatieve marktrente betekent voor de uitleenmarges van banken. Deze zijn tot 2013 significant toegenomen, en sindsdien slechts marginaal gedaald (figuur 3c). In de afgelopen jaren hebben banken hun uitleenrentes verder verlaagd, maar per saldo liggen de uitleenmarges nog altijd hoger dan voor de crisis.

De aanhoudend hoge uitleenmarge kan het gevolg zijn van verschillende factoren, zoals kredietrisico's die nog altijd hoger zijn (of zo worden ingeschat) dan voor de financiële crisis, dekking van de toegenomen kosten – bij-



Uitsplitsing rentemarge

FIGUUR 2

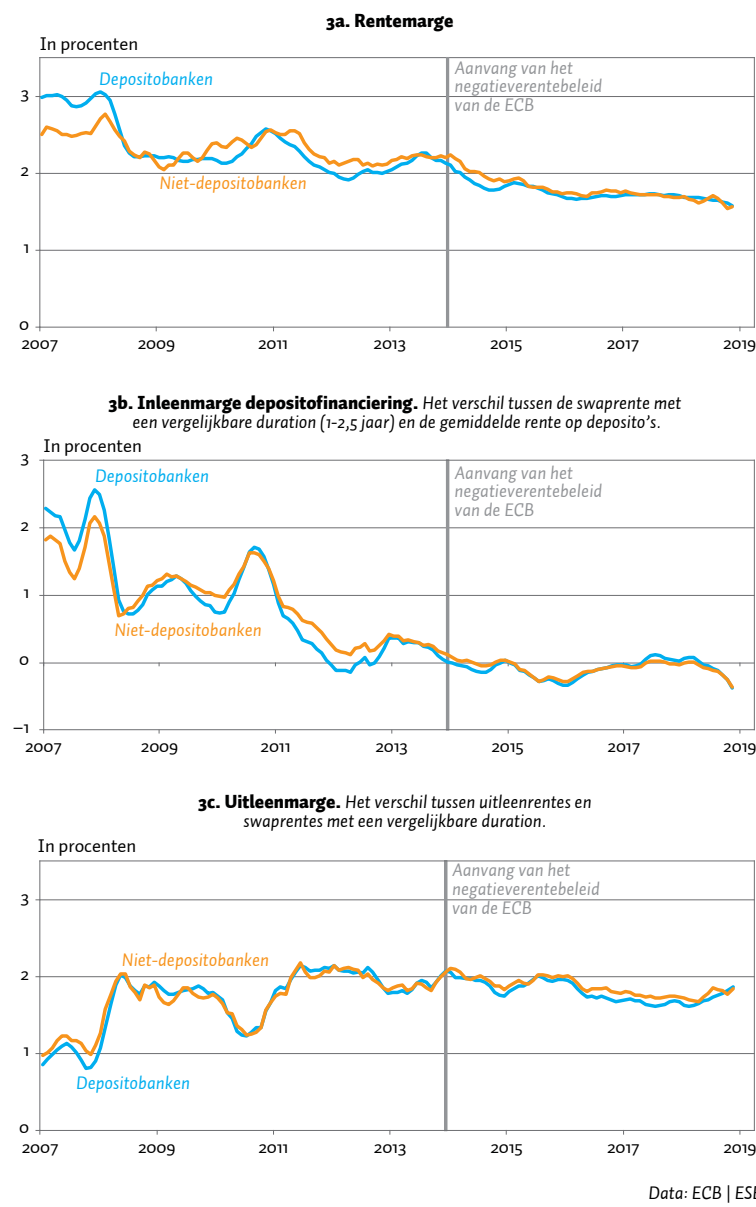


Noot: De lijn is de marktrente (swapcurve), de onderste bol staat voor inlenen en de bovenste bol voor uitleenen. De looptijdtransformatie staat voor het renterisico dat kan worden afgedekt.

ESB

Rentemarge op nieuwe productie en in- en uitleenmarges van banken

FIGUUR 3



Data: ECB | ESB

voorbeeld door aangescherpte prudentiële eisen – en compensatie voor de daling van inleenmarges. Dat laatste zou duiden op het naderen van de reversal rate, omdat de transmissie van de negatieve rente naar de economie dan belemmerd zou worden.

Het is echter lastig om op basis van deze analyse een eenduidig oordeel te vellen. Zo hebben ook de niet-depositobanken hun uitleenmarge op peil gehouden, terwijl deze groep minder wordt geraakt door de negatieve rente. Dit is in lijn met Eisenschmidt en Smets (2019), die vinden dat de transmissie naar uitleenrentes niet anders is voor banken met een hoge afhankelijkheid van deposito's ten opzichte van banken met een lage afhankelijkheid.

Conclusie en discussie

De lagerente-omgeving heeft vooral de inleenmarge van banken verminderd, terwijl de uitleenmarge nagenoeg stabiel is gebleven. Is hierdoor de doorwerking van de negatieve rente naar de reële economie belemmerd? Om hierover een integraal oordeel te geven moet men ook de indirecte, bredere economische effecten van de negatieve rente erbij betrekken.

Zo heeft de negatieve rente ook invloed op wanbetalingsrisico en de vraag naar kredieten. Altavilla et al. (2018) laten zien dat de uitholling van de rentemarge door dergelijke effecten wordt gecompenseerd. Daarnaast vindt recent DNB-onderzoek geen bewijs dat de negatieve beleidsrente de kredietverlening van banken heeft geremd (Tan, 2019). Tot slot beïnvloedt een negatieve rente de economie langs andere kanalen dan de bankensector, zoals via vermogens effecten en pensioenbesparingen (zie Pressman, 2019). Dergelijke effecten hebben we in de analyse buiten beschouwing gelaten.

Al met al is het nog te vroeg om te concluderen dat de reversal rate is bereikt en de negatieve rente contraproductief werkt. Dit neemt niet weg dat een aanhoudend negatieve rente blijft knagen aan de rentemarge van banken en de winstgevendheid en solvabiliteit van banken kan aantasten. Op termijn kan dit de effectiviteit van het monetaire beleid ondergraven.

Literatuur

Altavilla, C., M. Boucinha en J.-L. Peydró (2018) Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment. *Economic Policy*, 33(96), 531–586.
 Altavilla, C., L. Burlon, M. Giannetti en S. Holton (2019) Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms. ECB Working Paper, 2289.
 Brunnermeier, M.K. en Y. Koby (2018) *The reversal interest rate*. NBER Working Paper, 25406.
 Chaudron, R.F. (2018) Bank's interest rate risk and profitability in a prolonged environment of low interest rates. *Journal of Banking & Finance*, 89, 94–104.
 Chaudron, R., L. de Haan en M. Hoeberichts (2020) *Banks' net interest margins and interest rate risk: communicating vessels?* DNB Working Paper, te verschijnen.
 De Sola Perea, M. en M. Kasongo Kashama (2017) The negative interest rate policy in the euro area and the supply of bank loans. *National Bank of Belgium, Economic Review*, december, 42–61. Te vinden op www.nbb.be.
 Eisenschmidt, J. en F. Smets (2019) Negative interest rates: lessons from the euro area. In: A. Aguirre, M. Brunnermeier en D. Saravia (red.), *Monetary policy and financial stability: transmission mechanisms and policy implications*, 1(26), 13–42. Central Bank of Chile.
 Hoffmann, P., S. Langfield, F. Pierobon en G. Vuillemy (2018) *Who bears interest rate risk?* ECB Working Paper, 2176.
 Pressman, S. (2019) How low can we go? The limits of monetary policy. *Review of Keynesian Economics*, 7(2), 137–150.
 Tan, G. (2019) *Beyond the zero lower bound: negative policy rates and bank lending*. DNB Working Paper, 649.

Omgaan met een langdurig lage rente

In de meeste ontwikkelde landen is de kapitaalmarktrente de afgelopen decennia gedaald tot een nu historisch laag niveau. Deze daling is voor het leeuwendeel te verklaren door wereldwijde trendmatige ontwikkelingen, zoals een daling van de inflatie, een toegenomen spaarneiging, afgenomen investeringen en een lagere potentiële economische groei. Het ruime monetair beleid – veelal als reactie op een lage inflatie en als stimulans voor de economie – heeft de rente vervolgens nog verder gedrukt. In het licht van deze ontwikkelingen lijkt de lage rente een fenomeen dat nog wel een tijd bij ons zal zijn. Het doorgronden van de implicaties hiervan op de korte en lange termijn is daarom essentieel om tot een verstandig economisch beleid te komen.

De lage rente stelt ons bij De Nederlandsche Bank voor vele nieuwe vragen en uitdagingen. Op één pagina kan ik er echter maar een paar uitlichten. Gelukkig worden veel onderwerpen die ik hier oversla door andere auteurs in dit themanummer behandeld. Zo vindt u een interessante bijdrage van mijn collega's over de impact van de lage rente op de winstgevendheid van banken en de *reversal rate*. Zelf wil ik in deze column stilstaan bij drie beleidsterreinen waar de lage rente zich ook doet gelden, namelijk de woningmarkt, de pensioenen en de overheidsfinanciën.

Historisch gezien wordt de prijsontwikkeling op de Nederlandse woningmarkt sterk gestuurd door financieringscondities. De lagere rente heeft woningprijzen zodoende aanzienlijk opgedreven. Waar dat in eerste instantie nog bijdroeg aan het herstel van vertrouwen op de woningmarkt na de crisis, werden, naarmate de prijsstijgingen langer aanhielden, ook de nadelen hiervan duidelijk. Stijgende huizenprijzen zijn weliswaar goed nieuws voor woningeigenaren, maar de hogere prijzen moeten uiteindelijk wel weer door de volgende generatie starters worden betaald. Huizenprijsinflatie creëert dan niet zozeer vermogen op het niveau van de samenleving, maar leidt wel tot een aanzienlijke herverdeling van vermogen tussen individuen en generaties.

Er kleven belangrijke nadelen aan het hoge huizenprijsniveau waarmee huishoudens en beleidsmakers te maken krijgen. Voor de financiering van koopwoningen zijn er bijvoorbeeld steeds grotere hypotheeksommen nodig, wat implicaties heeft voor de toegankelijkheid van de koopmarkt



KLAAS KNOT

President van De Nederlandsche Bank

en de volatiliteit van de macro-economische consumptie. Ook rijst de vraag wat de gevolgen zijn voor de productieve investeringen en het groeivermogen van de economie als we als samenleving een steeds groter deel van ons vermogen beleggen in woningen – en dan vooral in de onderliggende grond ervan. Nu de prijzen toch al hoog zijn, blijft het belangrijk om prijsopdrijvende subsidies – zoals de gunstige fiscale behandeling van de woning ten opzichte van ander vermogen – verder te beperken.

De lage rente laat ook de pensioensector niet ongemoeid. Enerzijds is door de daling van de rente de waarde van bezittingen, zoals obligaties en aandelen, bij pensioenfondsen gestegen, maar anderzijds steeg ook de waarde van de pensioenverplichtingen. Per saldo verslechterde zo de positie van veel fondsen fors.

De gedaalde rente heeft ook het opbouwen van pensioen met kapitaaldekking duurder gemaakt. Gezien de lage rente en financiële positie van pensioenfondsen is het verleidelijk om een discussie te voeren over de balans tussen omslagfinanciering en kapitaaldekking. Door de gedaalde rente lijkt kapitaaldekking immers relatief duurder geworden te zijn. Echter, voor zover de lage rente samengaat met een lagere groei van de beroepsbevolking en productiviteit, zijn ook bij omslagfinanciering de rendementen lager dan in het verleden. Het sparen voor onze oude dag is dus, linksom of rechtsom, duurder geworden.

Een rente die voor langere tijd laag blijft, vraagt ten slotte om een grotere rol voor de nationale overheden bij de macro-economische stabilisatie in het eurogebied. Een monetair beleidsrente dicht bij de effectieve ondergrens impliceert dat monetair beleid minder in staat is om de economie te stabiliseren. Tegelijkertijd is in deze situatie stabiliserend begrotingsbeleid effectiever, bijvoorbeeld omdat overheidsstimulering tot minder verdringing van private investeringen leidt. Maar om een stabiliserende rol te kunnen vervullen, is het belangrijk dat nationale overheden voldoende ruimte hebben om hun schuldratio bij een neergang te kunnen laten oplopen. In Nederland is aan deze voorwaarde inmiddels weer voldaan, omdat onze schuldratio is afgebouwd tot ruim onder de zestigprocentsgrens uit het Stabiliteits- en Groei-pact. Dit biedt ruimte om versturende belastingen te verlagen of om meer publieke investeringen te doen.



Rockall (U.K.)

Shetland Islands (U.K.)

Bergen

Stavanger

NORTH SEA

Dublin
IRELAND
Cork

UNITED KINGDOM
Aberdeen
Edinburgh
Glasgow
Newcastle
Belfast
Liverpool
Leeds
Manchester
Sheffield
Birmingham
Nottingham
Cardiff
Coventry
London
Plymouth
Bristol
Portsmouth
English Channel
La Manche
Channel Islands (U.K.)

NETHERLANDS
Amsterdam
Rotterdam

Bruxelles
BELGIUM
LUXEMBOURG

FRANCE
Paris
Lille
Rouen
Caen
Nantes
Loire
Tours
Orléans
Limoges
Clermont-Ferrand
Lyon

GERMANY
Hannover
Essen
Köln
Frankfurt

SPAIN
Madrid
Barcelona
Valencia
Albacete
Alicante
Murcia
Granada
Sevilla
Cádiz
Málaga
Str. of Gibraltar
Ceuta
Tandža

PORTUGAL
Lisboa
Tejo
Vigo
Porto
Oviedo
León
Burgos
Valladolid
Duero
Zaragoza
Badajoz
Guadiana
Sevilla
Cádiz

FRANCE
Strasbourg
Dijon
Bern
Grenoble
Torino
Milano
Genova
Firenze

SWITZERLAND
LIECHTENSTEIN
VENETIA
Bologna
Mannheim
Nürnberg
Stuttgart
Münch.
Zürich
Vaduz
Sassari
Cagliari
Sardinia (It.)
Balearic Islands (Sp.)
Mallorca
Palma

MEDITERRANEAN SEA

Structurele divergentie binnen eurogebied blijft bestaan

De invoering van de euro ruim twintig jaar geleden voegde landen die onderling structureel verschilden samen in een monetaire unie. Sindsdien zijn deze landen economisch gedivergeerd. De eurocrisis heeft daar weinig aan veranderd.

IN HET KORT

- De kwaliteit van de instituties in de Europese periferie is nog steeds lager dan in de kernlanden.
- De overheid in perifere landen profiteert via lagere rentes van de euro, maar de economie wordt door de euro ondermijnd.
- De euro heeft de relatieve concurrentiepositie van kernlanden verbeterd, dat rechtvaardigt solidariteit met de periferie.

OSCAR SOONS

Promovendus aan de Universiteit van Amsterdam

De institutionele structuur van een land is belangrijk voor de economische ontwikkeling ervan (Acemoglu et al., 2005). Deze verschillen komen tot uiting in onder andere de bestuurlijke efficiëntie, begrotingsdiscipline, monetaire stabiliteit en juridische handhaving. Men was zich bij de introductie van de euro bewust van de structurele institutionele verschillen binnen het eurogebied (Giavazzi en Pagano, 1988). Maar de verwachting was dat kern- en perifere landen na de invoering van de euro naar elkaar toe zouden groeien.

Figuur 1 laat zien dat dit niet is gebeurd. De figuur geeft de institutionele kwaliteit weer van de kernlanden (Duitsland, Nederland, Finland, Oostenrijk en Frankrijk) en van de perifere landen (Spanje, Portugal, Italië en Griekenland) – tezamen zijn dit de landen waar de euro al vóór 2002 werd geïntroduceerd, met uitzondering van Ierland en België die niet eenduidig in een van die twee groepen in te delen zijn (dezelfde indeling houd ik in de hierna volgende figuren aan). De figuur laat zien dat de institutionele kwaliteit, gemeten als het gemiddelde van de zes indicatoren van de *Worldwide Governance Indicators* van de Wereldbank, niet is geconvergeerd. Het verschil lijkt door de euro zelfs groter geworden (Fernández-Villaverde et al., 2013).

Gevolgen van de euro

Het introduceren van een gemeenschappelijke munt zorgt voor lagere transactiekosten en betere risicodeling. Naast

deze bekende gevolgen is het na twintig jaar duidelijk dat een gemeenschappelijke munt in landen met verschillen qua institutionele structuur nog meer economische gevolgen heeft (Perotti en Soons, 2019).

Lagere rente

De invoering van de euro betekent voor de perifere landen dat ze hun wisselkoers niet meer kunnen devalueren om binnenlandse onevenwichtigheden te herstellen, iets wat ze voor de euro regelmatig deden. Zo herschikte Italië zijn wisselkoers dertien keer tussen september 1979 en september 1992.

Dat individuele landen hun munt niet meer kunnen devalueren, is voordelig voor de leenpositie van hun overheden. Als een risico op devaluaties niet bestaat, verlangen investeerders in staatsobligaties een lagere risicocompensatie, en kunnen de perifere overheden dus voor een lagere rente geld lenen. Figuur 2 laat zien dat de gemiddelde rente die de perifere landen op tienjaars staatsobligaties betaalden in de periode voor de invoering van de euro ongeveer zeven procentpunt hoger was dan die van de kernlanden. In de aanloop naar de euro is dit verschil snel verdwenen. En ondanks de crises is het verschil vandaag de dag weer erg klein.

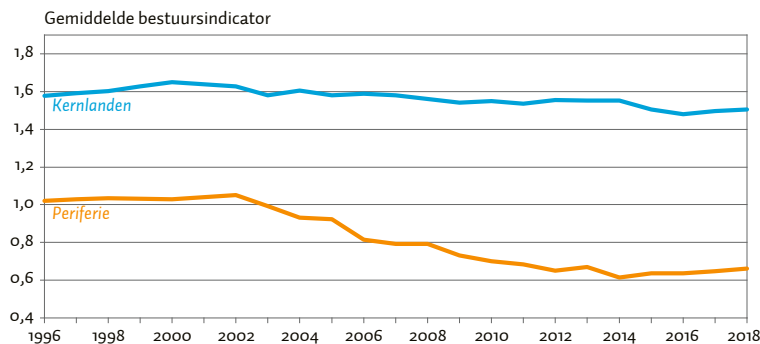
Schuldenopbouw

Door de invoering van de euro hebben perifere landen meer mogelijkheden op de kredietmarkten, terwijl dit niet gepaard is gegaan met geloofwaardige begrotingsbepalingen. Het gevolg is dat, vergeleken met kernlanden, perifere landen gemiddeld meer zijn gaan lenen in procenten van hun bruto binnenlands product (figuur 3). In Griekenland steeg de overheidsschuld direct, terwijl in Spanje en Portugal in eerste instantie vooral de private schuld steeg, die later voor een groot deel geabsorbeerd werd door de overheid. De gemiddelde totale schuld (overheids- plus private schuld) van de perifere landen was in procenten van hun bruto binnenlands product in 2005 voor het eerst groter dan die van de kernlanden. De mogelijkheid tot meer publieke uitgaven is een voordeel voor de overheid, en dus een politieke reden tot monetaire integratie (Perotti en Soons, 2019).

In de kernlanden is men bang om uiteindelijk op te moeten draaien voor de rekening van deze schuldenuitbreiding (Wellens, 2017). Dit is een gegronde bezorgdheid en een reden om afdwingbare regelgeving te introduceren die

Institutionele kwaliteit

FIGUUR 1



Bron: Data: Wereldbank | ESB

de schulduitbreiding en toekomstige schuldondersteuning beperkt. Er zit voor kernlanden echter ook een voordeel aan het delen van een munt met de qua begroting minder gedisciplineerde perifere landen: een lagere en stabiele gemeenschappelijke wisselkoers.

Wisselkoers

De invoering van de euro betekent dat alle landen in de monetaire unie voortaan dezelfde nominale wisselkoers hebben. De wisselkoers is een essentieel onderdeel van de macro-economie van een land (Rodrik, 2009), zeker omdat de economische activiteiten steeds grensoverschrijdender worden.

De gezamenlijke wisselkoers heeft een verschillend effect gehad op de effectieve wisselkoers van de kern- en perifere landen. De effectieve wisselkoers is een gewogen gemiddelde van de wisselkoers van een land ten opzichte van zijn wereldwijde handelspartners, en laat zien hoe competitief een land is ten opzichte van zijn handelspartners. Figuur 4 toont de gemiddelde effectieve wisselkoers, gecorrigeerd voor inflatie van de kern- en perifere landen.

Tot de invoering van de euro was er veel variatie in de wisselkoersen omdat vooral perifere landen regelmatig devalueerden om binnenlandse onevenwichtigheden te herstellen. De euro heeft het devalueren van de nominale wisselkoers onmogelijk gemaakt, en dus onzekerheid weggenomen. Kernlanden profiteren van het uitblijven van competitieve devaluaties binnen het eurogebied (Frieden, 1998). Bedrijven in Duitsland worden bijvoorbeeld niet meer benadeeld door de plotseling lagere reële kosten van de Italiaanse concurrent als gevolg van een devaluatie.

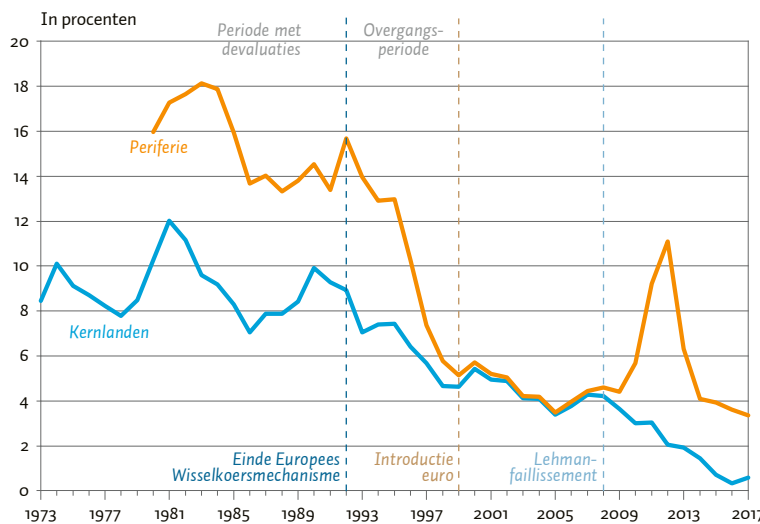
Een tweede effect van de euro (ook te zien in figuur 4) is dat de gemiddelde effectieve wisselkoers van de kernlanden permanent is gedevalueerd en die van de perifere landen gerevalueerd. De langetermijnwaarde van de euro kan grofweg gezien worden als een weerspiegeling van de gemiddelde eigenschappen van de landen in de monetaire unie. De nominale wisselkoers is hierdoor ongeveer een gemiddelde van de wisselkoersen die de individuele landen zouden hebben gehad zonder de euro. Dat betekent dat de kernlanden permanent competitiever geworden zijn ten opzichte van hun handelspartners, terwijl de periferie aan competitiviteit heeft ingeleverd. Met name dit tweede wisselkoerseffect heeft de kernlanden economische problemen a la Japan bespaard (Wolf, 2019),

Handelsbalans

Kernlanden profiteren economisch continu van de lagere onzekerheid en zwakkere nominale waarde van de wisselkoers. Figuur 5 illustreert dit. De kernlanden hebben sinds de jaren zeventig altijd gemiddeld een betere handelsbalans gehad dan de periferie (onder andere door structurele verschillen in productiviteit). Na de invoering van de euro is dit verschil duidelijk vergroot. Ook ten opzichte van vergelijkbare OESO-landen zonder euro presteren de Europese kernlanden sinds de invoering van de euro beter qua handelsbalans, en doet de periferie dit minder goed. Uiteindelijk hebben deze scheve import- exportverhoudingen geleid tot de eurocrisis (Kleinknecht, 2012).

Rente op tienjaars staatsobligaties

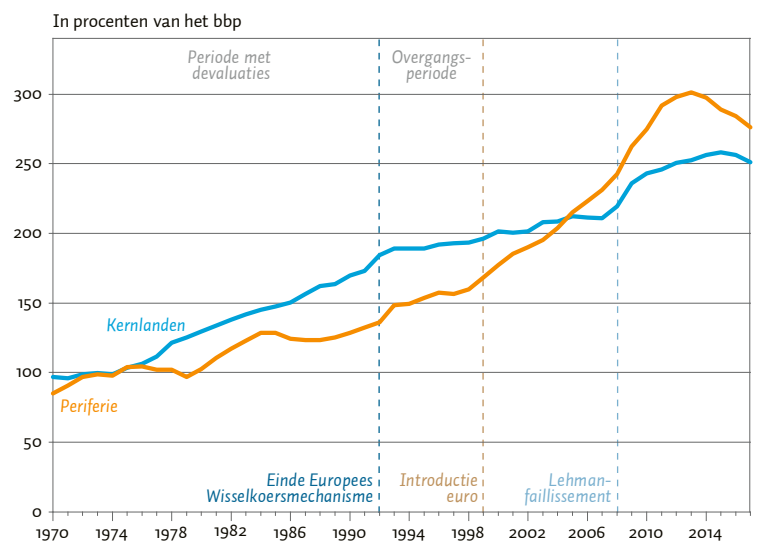
FIGUUR 2



Bron: IMF | ESB

Totale schuld

FIGUUR 3



Bron: IMF | ESB

Reële arbeidskosten

De betere handelsbalans van kernlanden kan in perifere landen niet los gezien worden van de hogere reële kosten – de loonkosten per eenheid reële productie – en van de lagere reële kosten in kernlanden (figuur 6; let op: data vanaf 1995). Dit is consistent met het wisselkoerseffect: als lonen nominaal rigide zijn, verhoogt (verlaagt) een versterking (verzwakking) van de wisselkoers de reële arbeidskosten van exportproducten.

Herverdelende effecten

De invoering van de euro heeft dus verschillende macro-economische voor- en nadelen wat betreft de kern- en perifere landen. Het nettoresultaat is niet direct duidelijk.

Perotti en Soons (2019) laten met behulp van een politiek-economisch theoretisch model zien dat, in een algemeen evenwicht, de economie in kernlanden profiteert van de gemeenschappelijke munt, zelfs met een geanticiperde transfer bij een economische crisis. De zwakkere gemeenschappelijke wisselkoers helpt de economie in kernlanden. Door een toename van competitiviteit staan bedrijven internationaal sterker. Dit stimuleert meer bedrijvigheid en creëert werkgelegenheid.

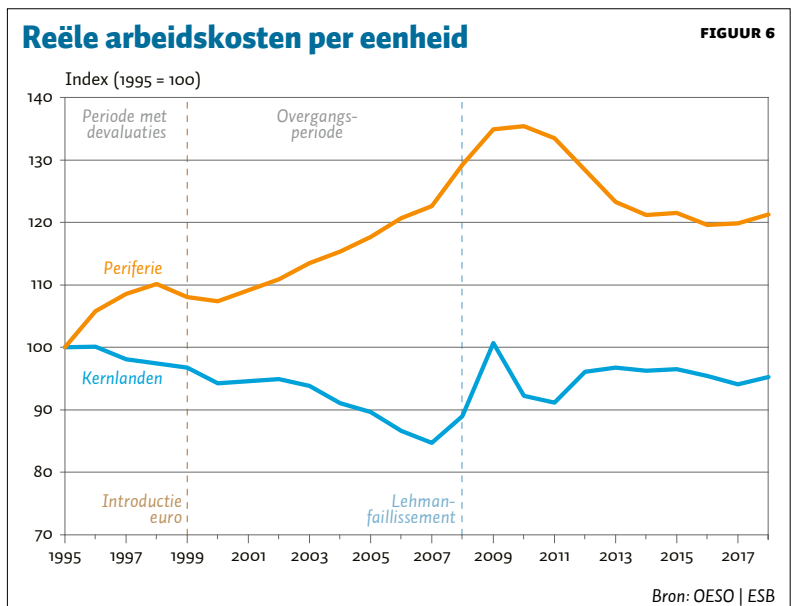
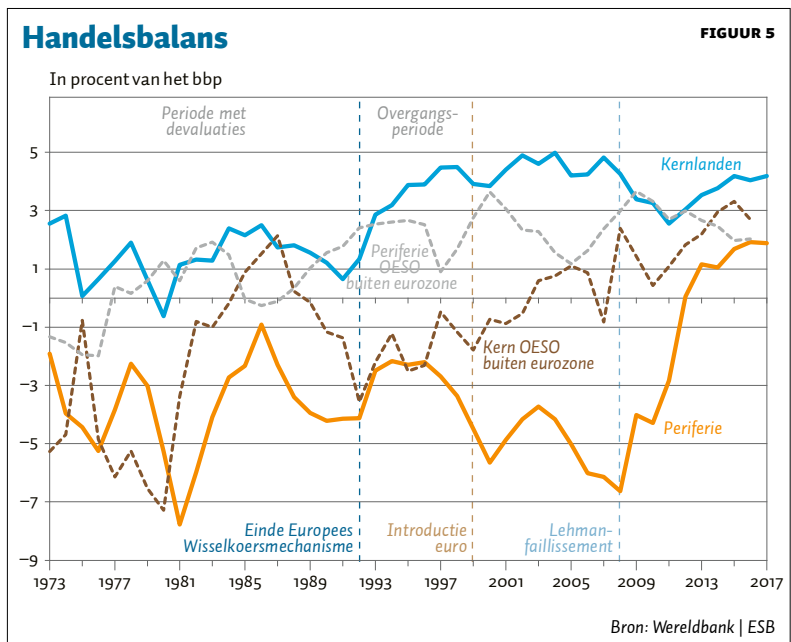
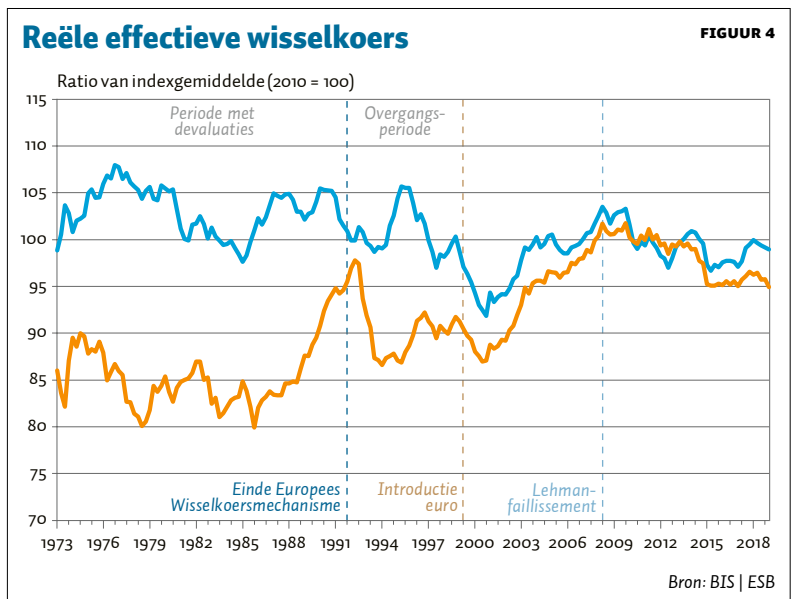
In perifere landen profiteert de overheid meer dan de economie. Sinds de invoering van de euro kunnen de overheden van perifere landen voor een lagere rente meer lenen. Deels kan dit ten goede komen aan de bevolking in de vorm van publieke uitgaven, deels is dit een gewin voor politici in de vorm van politiek of persoonlijk profijt.

De lagere rente helpt ook bedrijven in perifere landen door de investeringskosten en de belastingdruk te verlagen. Maar daar tegenover staat een hogere belastingdruk door schulduitbreiding en een sterkere wisselkoers. Bedrijven kunnen moeilijker internationaal concurreren vanwege de voor hen dure euro. Niet alleen exportgerichte bedrijven ondervinden dit nadeel, maar ook bedrijven die op de binnenlandse markt concurreren met bedrijven uit kernlanden of uit landen buiten het eurogebied. Het nettoresultaat voor de economie kan positief zijn, maar is dat in de meeste scenario's niet.

Perotti en Soons (2019) vinden dus dat de economie in kernlanden in theorie meer profiteert dan die in perifere landen, waarbij het effect op de economie in perifere landen zelfs negatief kan zijn. Dit theoretische resultaat is in lijn met het geschatte effect in Versteegen et al. (2017). Zij schatten namelijk het werkelijke profijt van de euro door per land de werkelijkheid te vergelijken met een tegenfeitelijk scenario. Een interpretatie van deze bevindingen is dat “de rijke landen in het Noorden banen gestolen hebben van de armen in het Zuiden” (Kleinknecht, 2012).

Conclusie en discussie

Een monetaire unie tussen landen die structureel verschillen, zonder begrotingsunie, zorgt voor herverdeling en aanhoudende fricties binnen het eurogebied. Zonder geloofwaardige begrotingsbeperkingen hebben perifere landen de structurele neiging hun schulden uit te breiden. Dit heeft tot gevolg dat er in crisistijden een transfer of andere vorm van solidariteit nodig is om de monetaire unie in stand te houden.





De economisch beter presterende kernlanden staan niet te springen om enige vorm van schuldondersteuning voor de periferie. Echter, het economische succes van de kernlanden is niet alleen hun eigen verdienste. Juist door die gemeenschappelijke munt samen met de perifere landen profiteert de economie van de kernlanden van een toename in competitiviteit ten koste van de economie in perifere landen. Dit profijt rechtvaardigt de solidariteit die nodig is om de monetaire unie in stand te houden zo lang structurele verschillen doorzetten. Men zou zelfs kunnen argumenteren dat structurele transfers gerechtvaardigd kunnen zijn, maar daar zitten een hoop haken en ogen aan, zowel in de onderbouwing als wat betreft de perverse prikkels die hierdoor kunnen ontstaan.

De institutionele benadering van Perotti en Soons (2019) suggereert dat economische hervormingen, met als doel een stabielere toekomst voor de euro, gefocust moeten zijn op het inperken van de discretionaire begrotingsbevoegdheden. Doordat hun instituties structureel verschillen, kunnen perifere landen zich niet committeren aan een begrotingsbeleid zoals in kernlanden. Een verplaatsing van begrotingsbevoegdheden naar supranationale instanties zou een uitkomst kunnen bieden. Dit verkleint weliswaar het wisselkoersvoordeel voor kernlanden, maar ook de benodigde incidentele transfers. En met een combinatie van meer solidariteit en meer supranationaal toezicht zou uiteindelijk iedereen beter af zijn dan in de huidige situatie.

Literatuur

- Acemoglu, D., S. Johnson en J.A. Robinson (2005) Institutions as a fundamental cause of long-run growth. In: P. Aghion en S. Durlauf (red.), *Handbook of Economic Growth*, vol. 1. Amsterdam: North Holland, 385–472.
- Fernández-Villaverde, J., L. Garicano en T. Santos (2013) Political credit cycles: the case of the eurozone. *Journal of Economic Perspectives*, 27(3), 145–166.
- Frieden, J. (1998) The euro: Who wins? Who loses? *Foreign Policy*, 112, 25–40.
- Giavazzi, F. en M. Pagano (1988) The advantage of tying one's hands: EMS discipline and central bank credibility. *European Economic Review*, 32(5), 1055–1075.
- Kleinknecht, A.H. (2012) Een alternatieve visie op de eurocrisis. In: P. de Bijl, A. Boot, E. Sterken et al. (red.), *Jaarboek Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde*. Den Haag: Sdu, 29–37.
- Perotti, E. en O. Soons (2019) *The political economy of a diverse monetary union*. CEPR Discussion Paper, DP13987.
- Rodrik, D. (2009) The real exchange rate and economic growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2008, 365–412.
- Verstegen, L., B. van Groezen en L. Meijdam (2017) Het profijt van deelname aan de euro. *ESB*, 102(4754S), 33–37.
- Wellens, A. (2017) *Het euro evangelie, deel II*. Harderwijk: Gopher.
- Wolf, W. (2019) How the euro helped Germany avoid becoming Japan. *Financial Times*, 31 oktober.

Extra optie stuurt keuze bij schadeverzekeringen

Uit een online experiment blijkt dat het toevoegen van een extra schadeverzekering aan het aanbod van de verzekeraar de poliskeuze van consumenten beïnvloedt. De keuzeomgeving moet dus zodanig ingericht worden dat mensen goede financiële beslissingen kunnen nemen.

NINA PETERS

Voormalige stagiaire bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM)

WILTE ZIJLSTRA

Onderzoeker bij de AFM

Verzekeraars, banken en andere financiële ondernemingen bieden hun producten steeds meer online aan in een bepaalde keuzeomgeving. Daarmee nemen het aantal keuzes ook toe. De inrichting van de keuzeomgeving kan het keuzegedrag van consumenten beïnvloeden (AFM, 2019). Dat kan leiden tot betere financiële keuzes van consumenten maar ook tot ongewenste sturing naar bepaalde producten.

Keuzegedrag bij verzekeringen

Consumenten kiezen meestal niet voor de duurste of goedkoopste optie maar gaan eerder voor de middenweg (Simonson 1989). Dit wordt het *compromise effect* genoemd. Toevoeging van een keuze kan de uiteindelijke keuze van de consument sturen. Wanneer consumenten de mogelijkheid krijgen om geen keuze te maken, vermindert dit de werking van het compromise effect (Dhar en Simonson, 2003). En consumenten zijn minder gevoelig voor het compromise effect als ze vertrouwd zijn met het te kiezen product (Sheng et al. 2005)

De complexiteit van verzekeringen leidt echter mogelijk tot een verhoogde gevoeligheid voor het compromise effect. Marketeers van verzekeringen kunnen dat effect gebruiken om de verzekeringsbeslissingen van consumenten te beïnvloeden, bijvoorbeeld door te sturen naar producten met meer marge voor de verzekeraar of bemiddelaar. Zulke sturing zal niet altijd in het belang van de consument zijn. Daarom hebben we het sturende effect van een toegevoegde optie onderzocht voor inboedelverzekeringen en aansprakelijkheidsverzekeringen.

Het experiment

Bij het online experiment zijn de respondenten uit het AFM Consumentenpanel willekeurig in drie groepen verdeeld. De controlegroep kreeg twee schadeverzekeringen te zien: A (een standaardpolis) en A+ (een duurder optie met ruimere dekking). Bij de eerste experimentele groep werd daarnaast een derde, goedkopere optie met minder uitgebreide dekking getoond (A-), en bij de tweede experimentele groep een duurder optie met een nog verder uitgebreide dekking (A++). Alle respondenten kregen eerst de keuze voor een

inboedelverzekering en daarna voor een aansprakelijkheidsverzekering. Iedere respondent zat beide keren in dezelfde experimentele groep, dan wel de controlegroep. Verschil in de keuzes tussen de controlegroep en de experimentele groep zou een aanwijzing vormen voor het compromise effect.

Sturing door keuzeropties mogelijk

Volgens de economische standaardtheorie zou toevoeging van A- geen effect hebben op het aandeel dat A+ kiest, en toevoegen van A++ zou geen effect moeten hebben op het aandeel dat A kiest. Bij zowel de inboedel- als de aansprakelijkheidsverzekering vinden we echter dat het toevoegen van een goedkopere polis wel effect heeft op de keuze.

Een extra goedkopere optie leidt bij de inboedelverzekering tot meer vraag naar de standaardpolis en minder naar de duurder polis. Zonder het goedkope alternatief koos 57 procent voor de duurder polis. Met het alternatief A- toegevoegd kiest nog slechts 40 procent voor de duurder polis. Het toevoegen van een duurder optie leidt daarentegen niet tot minder keuze voor de goedkopere polis.

Bij de aansprakelijkheidsverzekering is er juist wel sturing door de duurder polis en niet door de goedkopere variant. Met andere woorden: polis A wordt minder vaak gekozen als de consument moet kiezen tussen A, A+ en A++ (49 procent), dan wanneer hij slechts hoeft te kiezen tussen A en A+ (71 procent). De toevoeging van A- aan de set van A en A+ heeft echter geen effect. Met een goedkope alternatief kiest 26 procent voor A+, zonder die toevoeging is dat 29 procent. Welke sturing waar werkt, hangt dus ook af van de context.

Sturend effect meewegen in toezicht

De effecten van de keuzearchitectuur kunnen worden gebruikt om keuzes te presenteren die consumenten ertoe verleiden niet-passende producten aan te schaffen. Het is echter zaak dat verzekeraars en andere financiële ondernemingen de gedragswetenschappelijke inzichten juist toepassen om het belang van hun klanten centraal te stellen.

Literatuur

AFM (2018) *Beleidsregel Informatieverstrekking*. Autoriteit Financiële Markten, 31 december.

AFM (2019) *Principes voor de keuzeomgeving*, te vinden op www.afm.nl, 21 november

Dhar, R. en I. Simonson (2003) The effect of forced choice on choice. *Journal of Marketing Research*, 40(2), 146–160.

Sheng, S., A.M. Parker en K. Nakamoto (2005). Understanding the mechanism and determinants of compromise effects. *Psychology and Marketing*, 22(7), 591–609.

Simonson, I. (1989) Choice based on reasons: the case of attraction and compromise effects. *Journal of Consumer Research*, 16(2), 158–174.

Complexe pensioenregelingen zijn duurder

Pensioenregelingen proberen op een zo rechtvaardig mogelijke manier de opbrengsten te verdelen over generaties. Dit leidt tot complexe pensioenregelingen en die zijn duurder zoals blijkt uit een analyse van de kosten.

IN HET KORT

- Er is een afruil tussen kosten, de complexiteit en de rechtvaardigheid van de pensioenregeling.
- De lengte van de pensioenregeling is een maat voor complexiteit ervan. Iedere extra pagina kost 1,80 euro per deelnemer per jaar.

BERNADETTE BARON

Stagiaire bij de
Autoriteit
Consument & Markt
(ACM)

MICHEL VAN LEUVENSTEIJN

Senior econoom bij
de ACM

Pensioenfondsen voeren pensioenregelingen uit voor hun deelnemers. De regelingen zijn vaak complex geworden door allerlei overgangsregelingen en uitzonderingsbepalingen die bedacht zijn bij het afsluiten van een nieuwe cao. Hierdoor zouden de regelingen voor de verschillende generaties die ermee te maken hebben rechtvaardiger kunnen zijn, maar de complexiteit kan ook extra kosten met zich meebrengen. De vraag is hoeveel een vermindering van de complexiteit van een pensioenregeling zou opleveren zonder dat deze de verdeling van middelen verandert.

De kosten van de uitvoering van een pensioenregeling zijn belangrijker geworden nu de uitkomst van de uiteindelijke uitkering meer bepaald wordt door het netto-rendement op het pensioenvermogen dan door de premieontvangsten. De hoge balanswaarde van pensioenfondsen, die gelijk was aan ongeveer 1.300 miljard in 2018, laat ook zien dat de beslissingen van pensioenfondsen grote effecten kunnen hebben voor de economie als geheel.

Pensioenfondsen geven het grootste bedrag uit aan vermogensbeheer (zeven miljard per jaar) en aan rechtenbeheer (twee miljard per jaar). Het rechtenbeheer omvat de werkzaamheden die samenhangen met de pensioenadministratie van het fonds, waarbij deze diensten zowel binnen het pensioenfonds als extern kunnen worden uitgevoerd. Alserda et al. (2018) hebben onderzoek gedaan naar de efficiëntie van pensioenfondsen over de periode van 2003–2013 voor zowel het vermogensbeheer als de pensioenadministratie.

Ons onderzoek focust op het rechtenbeheer bij pensioenfondsen en de kosten van complexiteit van de pensioenregeling zelf. Het onderzoek is vernieuwend omdat het een beter beeld geeft van de kosten van deze complexiteit en de daarmee samenhangende afruil tussen kosten en rechtva-

digheid. Dit onderzoek bouwt hiermee verder voort op het internationale onderzoek van Bikker et al. (2012) over de complexiteit van pensioenadministratie, waarbij complexiteit verwijst naar het aanbieden van additionele diensten zoals gezondheidsverzekeringen en hypotheeken.

Marktbeschrijving

Het aantal pensioenfondsen daalt jaarlijks. In figuur 1 is deze trend inzichtelijk gemaakt vanuit data gepubliceerd door De Nederlandsche Bank (DNB). Doordat het aantal pensioenfondsen daalt, neemt de omvang van het gemiddelde pensioenfonds toe.

Alserda et al. (2018) concluderen dat er schaalvoordelen zijn binnen het rechtenbeheer van de pensioenfondsen. Dit wordt nogmaals geconstateerd op basis van de recentere data uit 2007 tot 2017 die in dit onderzoek zijn gebruikt. Een stijging van het aantal deelnemers met 1 procent levert een kostenstijging op van 0,77 procent. Dit betekent dat er binnen het rechtenbeheer kostenvoordelen zijn verbonden aan een grotere omvang van pensioenfondsen op basis van het aantal deelnemers.

De gemiddelde administratiekosten per deelnemer zijn de afgelopen jaren licht gedaald en lagen de afgelopen jaren iets boven de 110 euro per deelnemer.

Modellen

De modellen binnen dit onderzoek zijn gebaseerd op het onderzoek van Alserda et al. (2018), en verder uitgebreid op basis van onze onderzoeksvraag. De variabelen waarvoor we corrigeren, zijn het aantal deelnemers, een aantal karakteristieken van het pensioenfonds (zoals het percentage gepensioneerden en inactieven) en de activa per deelnemer. Daarnaast corrigeren we voor complexiteit van het pensioenreglement en het aantal pensioenreglementen. Het pensioenreglement beschrijft de rechten die werknemers opbouwen, inclusief allerlei overgangsmaatregelen. Deze laatste variabelen zijn vernieuwend ten opzichte van het onderzoek van Alserda et al. (2018). Voor het onderzoek is er gebruikgemaakt van het volgende model:

$$\ln(\text{administratiekosten}) = \beta_0 + \gamma \times \text{complexiteit} + \beta_1 \times \ln(\text{aantal deelnemers}) + \beta_2 \times \ln(\text{aantal deelnemers} - \text{gemiddelde aantal deelnemers})^2 + \sum_j \beta_j \times \text{pensioenfonds karakteristiek}_j + \theta \times \text{aantal reglementen} + \varepsilon_{i,t}$$

Waarbij *pensioenfonds karakteristieken* een verzamelnaam is voor het aantal gepensioneerden en inactieve deelnemers, en vermogen per deelnemer. *Complexiteit* is een

variabele die gecreëerd is om de complexiteit van pensioenreglementen te meten. Deze variabele meet het aantal bladzijden van een pensioenreglement, waarbij de meeste pensioenfondsen gebruikmaken van eenzelfde lettertype en regelafstand. Wij nemen aan dat de lengte van een pensioenreglement de complexiteit in beeld brengt. Dit betekent dat we ervan uitgaan dat een minder complex reglement beknopter kan worden beschreven dan een complex reglement. *Aantal reglementen* is een variabele die is toegevoegd om te corrigeren voor pensioenfondsen die meerdere reglementen hanteren.

Data

We gebruiken openbare data van DNB over het rechtenbeheer. Omdat we niet voor alle pensioenfondsen de pensioenregelingen hebben kunnen achterhalen, beschikken we uiteindelijk over een representatieve sample van 148 pensioenfondsen, waarbij onder andere gegevens beschikbaar zijn over het aantal en soorten deelnemers en het aantal pensioenregelingen.

De variabelen voor de complexiteit van pensioenregelingen zijn gebaseerd op de pensioenregelingen zoals die beschikbaar waren voor de verschillende pensioenfondsen in maart 2019. Gemiddeld heeft een pensioenreglement een lengte van 52 pagina's. Deze gegevens zijn online verkregen via de beschikbare pensioenreglementen van de pensioenfondsen in de dataset.

Resultaten

De resultaten worden gepresenteerd in tabel 1. Een complexere pensioenregeling kent een minder efficiënte fondsadministratie. Een verhoging van de complexiteit met één standaarddeviatie in een verhoging van de $\ln(\text{administratiekosten})$ van 0,36. Verlaging van complexiteit van één standaarddeviatie (ongeveer 26 pagina's) zal leiden tot een verlaging van de $\ln(\text{administratiekosten})$ van 0,36, wat overeenkomt met circa 1,80 euro per pagina per deelnemer per jaar. Dit betekent dat ook een verlaging van de complexiteit zal resulteren in een verlaging van de administratiekosten, wat inhoudt dat pensioenfondsen met minder complexe pensioenregelingen lagere administratiekosten rapporteren dan de pensioenfondsen met een pensioenregeling met een hogere complexiteitsgraad.

Discussie

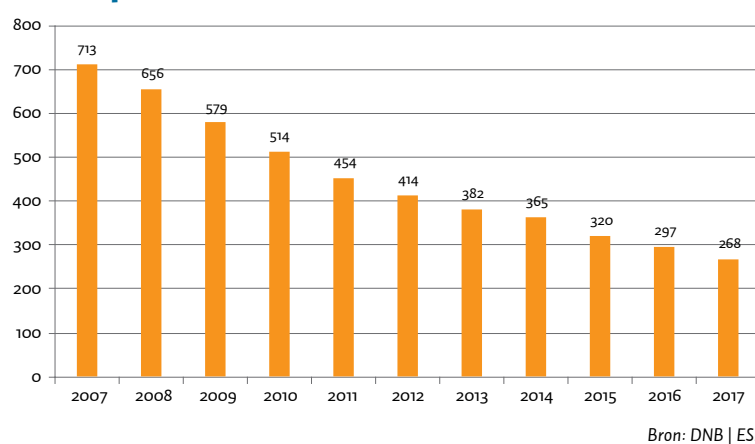
Complexere pensioenregelingen kennen een duurder rechtenbeheer, zo blijkt uit onze schattingen. Dit effect is goed te verklaren: aangezien het belang en de intensiteit van communicatie toenemen bij een grotere complexiteit stijgen de communicatiekosten navenant mee. Naast IT-kosten en personeelskosten zijn communicatiekosten kosten die geassocieerd worden met het rechtenbeheer.

Het vereenvoudigen van pensioenregelingen zou lagere kosten voor rechtenbeheer met zich mee kunnen brengen, maar gaat wellicht gepaard met een minder rechtvaardige verdeling van de pensioenmiddelen tussen deelnemers. Dat is zeker het geval als de detaillering nodig is om tot een rechtvaardige verdeling te komen.

Dit onderzoek benadrukt het belang van het beknopt en begrijpelijk houden van pensioenregelingen. Wanneer

Aantal pensioenfondsen

FIGUUR 1



Schatting van het effect op administratiekosten

TABEL 1

Variabelen	
Complexiteit	0,358***
Aantal deelnemers (ln)	0,769***
Aantal deelnemers ²	
(ln, gemiddelde deviatie)	0,004
Aantal reglementen	0,317***
Vermogen per deelnemer	0,001***
Gepensioneerden (%)	1,078**
Inactieve deelnemers (%)	-0,602***
R ²	0,374

Complexiteit is geschaald op zijn standaarddeviatie, de regressie bevat een constante.
 / Significant op respectievelijk vijf- en eenprocentniveau.

ESB

pensioenfondsen zich zouden inzetten om de complexiteit van de reglementen in te perken, zal dit leiden tot lagere kosten van het pensioenfonds. Dat zal een positief effect hebben op de uiteindelijke uitkeringen voor alle deelnemers.

Literatuur

Alserda, G.A., J.A. Bikker en F.S. van der Lecq (2018) X-efficiency and economies of scale in pension fund administration and investment. *Applied Economics*, 50(48), 5164–5188.

Bikker, J.A., O.W. Steenbeek en F. Torracchi (2012) The impact of scale, complexity, and services quality on the administrative costs of pension funds: a cross-country comparison. *The Journal of Risk and Insurance*, 79(2), 477–514.

Hoger Amerikaans tarief op Europese auto's raakt vooral Duitsland

Amerikaanse consumenten die een Europese auto willen importeren zullen binnenkort dieper in de buidel moeten tasten, als het aan president Trump ligt. Welke gevolgen heeft een hoger importtarief op auto's voor de auto-industrie en economie in de Europese Unie?

IN HET KORT

- Een hoger importtarief op auto's en auto-onderdelen uit de EU raakt vooral EU-landen met een relatief grote auto-industrie.
- De negatieve effecten worden vergroot door de verwevenheid van sectoren via mondiale waardeketens.
- Op macro-niveau zijn de nadelige effecten voor de meeste EU-landen beperkt.

MAURICE BUN

Econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB)

BAHAR ÖZTÜRK

Econoom bij DNB

Begin van dit jaar kondigde president Trump aan een verhoging te overwegen van het tarief op de import van Europese auto's en auto-onderdelen van 2,5 procent naar 25 procent, in het belang van de nationale veiligheid. Ter vergelijking: het huidige EU-tarief op auto's uit de VS is 10 procent. In mei werd bekend dat de VS de eventuele verhoging van dit tarief met maximaal zes maanden heeft uitgesteld.

Wat zouden de effecten zijn van een verhoging van 22,5 procentpunten van het Amerikaanse importtarief op auto's en auto-onderdelen uit EU-landen? We onderscheiden in onze voorspelling effecten op de productie van de auto-industrie zelf en de bredere macro-economische gevolgen (export en bbp), rekening houdend met de doorwerkingseffecten via de zogeheten mondiale waardeketens (*global value chains*). In ons scenario nemen we aan dat de EU niet terugslaat met hogere importtarieven op Amerikaanse producten.

Eerdere schattingen van de impact van een hoger Amerikaans importtarief op de Europese auto-industrie (Erken et al., 2018; Leering, 2018; Siepmann en Wolburg, 2018; Gunnella en Quaglietti, 2019) concluderen dat de macro-economische gevolgen beperkt blijven. Behalve Gunnella en Quaglietti (2019) houdt geen van deze studies rekening met de verwevenheid tussen sectoren als gevolg van mondiale waardeketens.

Data en methode

We gebruiken een multiregionaal input-outputmodel (IO-model), dat gebaseerd is op de World Input-Output Database (WIOD). De WIOD behelst 56 sectoren in 28 EU-landen en 15 andere grote landen (Timmer et al., 2015). Voor onze analyse gebruiken we de gegevens uit 2014, het laatste beschikbare jaar.

We berekenen de gevolgen van een verhoging met 22,5 procentpunten van het Amerikaanse importtarief op Europese auto's en auto-onderdelen (hierna: auto's) als volgt. Allereerst nemen we aan dat de tariefsverhoging volledig doorberekend wordt in de prijs van de getroffen producten. Dat betreft zowel intermediaire leveringen (auto-onderdelen) als de export van eindproducten (auto's) vanuit de EU naar alle Amerikaanse sectoren. Dit leidt tot een bovengrens voor de te verwachten effecten, aangezien empirische schattingen voor de auto-industrie (Gron en Swenson, 2000; Hellerstein en Villas-Boas, 2010), die niet gekenmerkt wordt als een markt van volledige mededinging, onvolledige doorberekening van kosten impliceren.

Ten tweede berekenen we het effect van hogere prijzen op de vraag naar deze producten (Amerikaanse importen vanuit de EU) aan de hand van prijselasticiteiten van de vraag. Op basis van de literatuur veronderstellen we een importprijselasticiteit gelijk aan -2 . Empirische schattingen van de importprijselasticiteit van de auto-industrie variëren aanzienlijk van $-1,5$ tot -6 , dus onze analyse geeft op dit aspect een ondergrens van te verwachten effecten. Ten derde gebruiken we het multiregionale IO-model om de veranderingen in de productie te berekenen als gevolg van deze vraaguitval. De onderliggende berekeningen zijn lineair: het effect van een tariefsverhoging met 11,25 procentpunten is twee keer zo klein, en het effect bij een prijselasticiteit gelijk aan -4 is twee keer zo groot.

Het grootste voordeel van de IO-analyse is dat we onderscheid kunnen maken tussen de directe effecten (binnen sectoren) en indirecte effecten (tussen sectoren en landen) van een verandering in de handeldskosten. Een hoger tarief op de Amerikaanse import van auto's zal niet alleen de auto-industrie beïnvloeden, maar ook de toeleveranciers via de productieketen. Dit wordt in een IO-analyse gemodelleerd met de Leontief-inverse, die de productie van elke sector relateert aan de finale vraag van alle sectoren in alle landen. We houden echter geen rekening met de algemeen-evenwichtseffecten van een verandering in relatieve prijzen

zoals in structurele gravity-modellen (Anderson en Van Wincoop, 2003; Vandenbussche et al., 2018; Yotov et al., 2018) of andere tweede-orde-effecten, zoals de mogelijke gevolgen voor de factorproductiviteit op de langere termijn (Bolt et al., 2018). En het effect op vertrouwen en onzekerheid van consumenten en producenten is evenmin meegenomen.

Resultaten

Eerst analyseren we de directe effecten van een tariefsverhoging. Een Amerikaanse tariefsverhoging van 22,5 procentpunten op de import van Europese auto's, gecombineerd met een invoerprijselasticiteit gelijk aan -2 , leidt tot een afname van vijfenveertig procent in de Europese export van auto's naar de VS. Zoals verwacht zijn de grootste effecten te zien in landen met een relatief grote auto-industrie. Voor Duitsland – de grootste EU-exporteur naar de VS – leidt de tariefsverhoging tot een afname in de export van meer dan achttien miljard dollar. Dit is een afname van 6,4 procent in de totale export van auto's en van 4,2 procent in de totale productie van auto's (tabel 1). Voor Nederland zijn de effecten gematigd, met een afname van slechts 60 miljoen dollar in de export van de auto-industrie naar de VS. Procentueel is de afname in de totale export van de auto-industrie 0,8 procent en slechts 0,7 procent in termen van de totale productie.

Vervolgens analyseren we de indirecte effecten op andere sectoren via de productieketen met behulp van het IO-model. Een afname in de vraag naar Europese auto's zal ook nadelige gevolgen hebben voor toeleveranciers van de auto-industrie. Zo zal het hogere tarief leiden tot een afname van de productie in de Duitse basismetaalindustrie en de rubber- en kunststofsector, met respectievelijk 0,8 en 0,6 procent. Diezelfde sectoren in Nederland ondervinden ook een afname in de productie van respectievelijk 0,6 en 0,4 procent. Een vergelijking van de derde en vierde kolom in tabel 1 laat de relevantie zien van de indirecte effecten voor de totale productie in de auto-industrie als gevolg van de verwevenheid tussen de auto-industrie en haar toeleveranciers. De afname in de productie van de auto-industrie in Duitsland en de rest van het eurogebied is meer dan twintig procent hoger als er rekening wordt gehouden met de keteneffecten in de rest van de economie. Voor Nederland is de afname van de totale productie zelfs bijna twee keer zo groot (van 0,7 naar 1,2 procent) wanneer de hele productieketen meegenomen wordt in de analyse.

Voor de gehele economie zijn de nadelige gevolgen voor de meeste EU-landen beperkt (zie de laatste twee kolommen van tabel 1), aangezien de auto-industrie in de meeste landen slechts een klein aandeel in het bbp heeft. Voor de EU als geheel is de auto-industrie slechts vier procent van het bbp. Maar voor de landen met een relatief grote auto-industrie zijn de macro-effecten wel merkbaar. Het hogere Amerikaanse tarief leidt in Duitsland tot een 1,1 procent lagere totale export van goederen en diensten, wat resulteert in een 0,4 procent lager bbp. Voor Nederland is de bbp-afname met 0,06 procent van beperkte omvang, zelfs als we een veel hogere importprijselasticiteit van -6 aannemen (0,2 procent). Deze resultaten zijn in lijn met eerdere schattingen van de impact van een hoger

Sector- en macro-effecten van een 20-procentpunt tariefsverhoging in de VS op import van auto's uit de EU TABEL 1

Land	Afname auto-export naar VS (miljoenen dollars ¹)	Totale auto-export (%)	Totale auto-productie (%)	totale auto prod. incl. IO-effecten (%)	Totale export (%)	Bbp (%)
Duitsland	-18.579	-6,44	-4,17	-5,06	-1,10	-0,39
Frankrijk	-419	-0,80	-0,60	-1,28	-0,06	-0,04
Italië	-2.253	-5,90	-3,58	-4,20	-0,38	-0,11
Spanje	-895	-1,76	-1,37	-1,80	-0,23	-0,05
Nederland	-60	-0,76	-0,67	-1,21	-0,01	-0,06
Eurogebied	-23.916	-4,68	-3,23	-4,04	-0,44	-0,16
EU	-28.288	-4,24	-2,87	-3,66	-0,39	-0,14

¹ In prijzen van 2014

Data: WIOD | ESB

Amerikaans importtarief op de Europese auto-industrie (Erken et al., 2018; Leering, 2018; Siepmann en Wolburg, 2018; Gunnella en Quaglietti, 2019).

Tot slot

Met ons model meten we eerste-orde- of partieel-evenwichtseffecten. We modelleren dus niet de tweede-orde-effecten, die in een algemeen-evenwichtmodel optreden als gevolg van de verandering in relatieve prijzen. Voorts kunnen een lager consumenten- en producentenvertrouwen en een verhoogde onzekerheid in de auto-industrie, maar ook daarbuiten, gepaard gaan met additionele negatieve gevolgen voor de EU-economie. Denk hierbij aan uitstel en afstel van investeringen. De totale impact inclusief deze tweede-orde-effecten zal waarschijnlijk hoger zijn. Tevens zal de economische schade verder toenemen wanneer tariefsverhogingen over en weer uitmonden in een handelsoorlog.

Literatuur

- Anderson, J.E. en E. van Wincoop (2003) Gravity with gravitas: a solution to the border puzzle. *The American Economic Review*, 93(1), 170–192.
- Bolt, W., K. Mavromatis en S. van Wijnbergen (2019) *The global macroeconomics of a trade war: the EAGLE model on the US–China trade conflict*. DNB Working Paper, 623.
- Erken, H., D. van Schoot, D., K. Verbruggen et al. (2018) *Trump's next move? The economic impact of the looming tariffs on cars*. RaboResearch Special, 17 juli.
- Gron, A. en D. Swenson (2000) Cost pass-through in the U.S. automobile market. *The Review of Economics and Statistics*, 82(2), 316–324.
- Gunnella, V. en L. Quaglietti (2019) *The economic implications of rising protectionism: a euro area and global perspective*. ECB Economic Bulletin, 3/2019.
- Hellerstein, R. en S.B. Villas-Boas (2010) Outsourcing and pass-through. *Journal of International Economics*, 81(2), 170–183.
- Leering, R. (2018) *Trump car tariff won't derail EU economy but escalation of trade war could*. ING, THINK Economic and Financial Analysis, 24 juli. Te vinden op think.ing.com.
- Siepmann, C. en M. Wolburg (2018) *Threat of US tariffs on cars adds to downside risks*. Generali Investments, Focal Point, 19 juli. Te vinden op generali-investments.com.
- Timmer, M.P., E. Dietzenbacher, B. Los et al. (2015) An illustrated user guide to the World Input–Output Database: the case of global automotive production. *Review of International Economics*, 23(3), 575–605.
- Vandenbussche, H., W. Connell en W. Simons (2018) *The cost of non-TTIP: a global value chain approach*. VIVES Discussion Paper, 65. Te vinden op feb.kuleuven.be.
- Yotov, Y.V., R. Piermartini, J.-A. Monteiro en M. Larch (2018) *An advanced guide to trade policy analysis: the structural gravity model*. Genève: World Trade Organization.



Huurtoeslag steeds vaker achteraf teruggevorderd

SOCIALE ZEKERHEID

Voor huishoudens blijkt het lastig om vooraf in te schatten op hoeveel huurtoeslag ze recht hebben, bijvoorbeeld omdat het inkomen of de huishoudenssituatie verandert. Daarom ontvangen in 2016 drie op de tien huishoudens te veel huurtoeslag, die ze later moeten terugbetalen (terugvordering). Daarentegen krijgen vier van de tien huurtoeslaanvragers aanvankelijk te weinig uitgekeerd, waardoor zij na afloop van het jaar nog extra geld ontvangen (nabetaling).

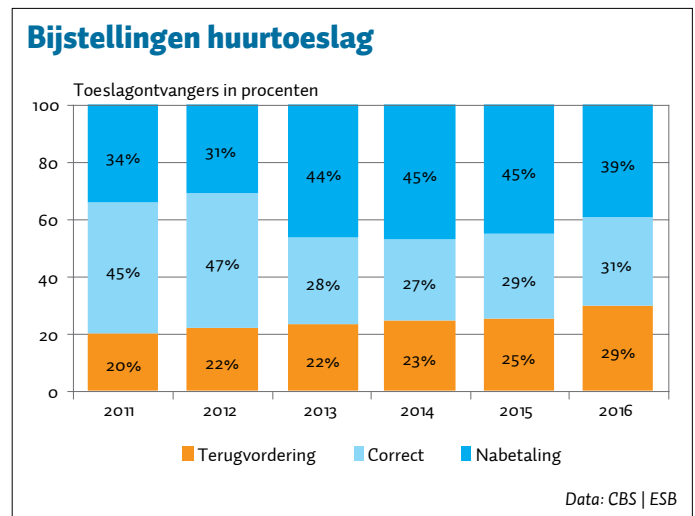
In de loop der jaren kregen steeds meer huishoudens te maken met zo'n bijstelling, blijkt uit microdata van het Centraal Bureau voor de Statistiek. De figuur laat zien dat waar in 2011 nog slechts twintig procent van de ontvangers met een terugvordering te maken kreeg, dit aandeel vijf jaar later is opgelopen naar bijna dertig procent. Dat komt neer op zo'n 450.000 huishoudens die toeslag moesten terugbetalen. Tegelijkertijd kregen in 2016 ruim 600.000 huishoudens na afloop van het jaar een nabetaling.

Wel is het zo dat het niet voor elk huishouden om grote bedragen gaat. In 2016 werd er voor 285 miljoen euro aan huurtoeslag teruggevorderd, dat is 8,3 procent van het totale bedrag aan voorlopige toeslag. Tegelijkertijd werd er voor 110 miljoen euro aan nabetalings verricht, 3,1 procent van het totaal aan voorlopige toeslag.

Een belangrijk element in de vormgeving van de huurtoeslag is dat er twee inkomensgrenzen zijn: een eerste grens waarboven je steeds minder toeslag krijgt, en een tweede ('harde') inkomensgrens waarboven je helemaal geen recht op toeslag meer hebt. Daarnaast is er nog een harde vermogensgrens: als het vermogen op peildatum 1 januari boven die grens ligt, vervalt het recht op huurtoeslag voor dat jaar.

De complexe vormgeving verklaart waarom het moeilijk is om het juiste toeslagbedrag te bepalen. Uit onze analyse blijkt dat huishoudens vaker last hebben van terugvorderingen in het jaar dat ze voor het eerst AOW krijgen, en wanneer ze vanuit een uitkering gaan werken. De verandering in jaarinkomen is hiervoor een waarschijnlijke verklaring, vooral in combinatie met de sterke inkomensafhankelijkheid van de regelingen.

• Ernest Berkhout, Patrick Koot en Jan-Maarten van Sonsbeek (CPB)



Met briefpapier van ministerie hogere respons bij enquête

GEDRAG

Voor onderzoekers is het van belang om een zo hoog mogelijke respons te krijgen op enquêtes. Dit is in de praktijk vaak niet zo makkelijk. Een experiment laat zien dat het gebruikte briefpapier de respons van deelnemers kan verhogen.

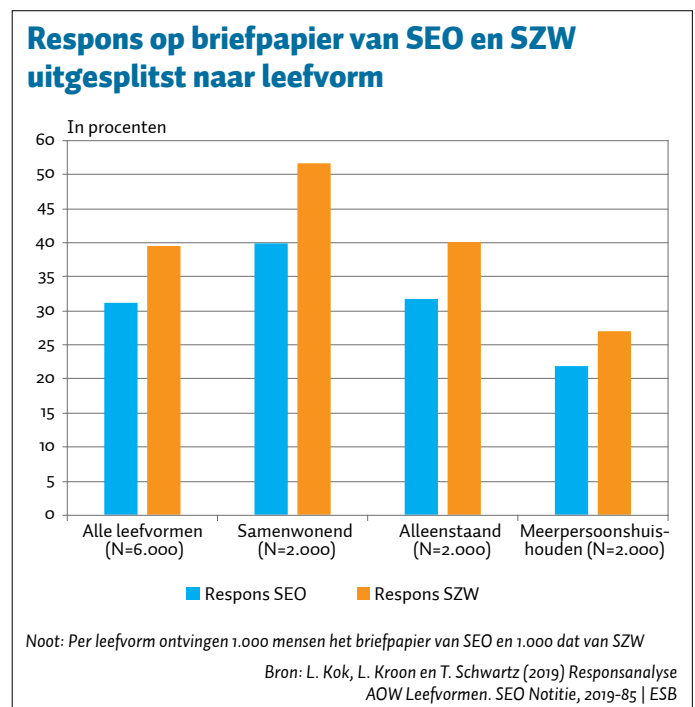
Tijdens het experiment werden brieven verstuurd met vragen over de leefvorm van inwoners bij wie de Algemene Ouderdomswet van toepassing is. De helft van de uitnodigingen om aan het onderzoek deel te nemen is verstuurd op briefpapier van het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) en de andere helft op briefpapier van SEO Economisch Onderzoek. De twee versies zijn willekeurig toegewezen aan respondenten binnen drie groepen, te weten alleenstaanden, samenwonenden en meerpersoonshuishoudens. De brieven zijn verstuurd aan 6.000 respondenten in de leeftijd van 65 tot 75 jaar.

Het experiment geeft antwoord op de vraag of men, afhankelijk van wie de brief verstuurt, sneller of juist minder snel zal deelnemen aan een onderzoek. Zo zou men enerzijds eerder geneigd kunnen zijn om deel te nemen aan een onderzoek van een ministerie, omdat het als overheidsinstituut een bepaald aanzien heeft. Anderzijds zou men eerder kunnen deelnemen aan een onderzoek van een onderzoeksbureau, vanwege het onafhankelijke karakter.

De responsanalyse laat zien dat de uitnodiging van SZW resulteert in een 8,1 procentpunt hogere respons (figuur). Dit resultaat is statistisch significant nadat er is gecontroleerd voor leeftijd, geslacht en leefvorm. Door de willekeurige toewijzing van het briefpapier in dit experiment kunnen we spreken van een causaal verband. Bij uitsplitsing naar leefvormen is in

alle gevallen de respons het hoogst bij het briefpapier van SZW.

• Tim Schwartz en Lucy Kok (SEO Economisch Onderzoek)



Instroom WW seizoensgevoeliger in de periferie

ARBEID

De instroom van werknemers naar de Werkloosheidswet (WW) verschilt per seizoen. En die seizoensgevoeligheid verschilt weer per arbeidsmarktregio, blijkt uit cijfers van het UWV over het gemiddelde aantal nieuwe WW-uitkeringen in de periode 2012-2018 (figuur).

In het noorden van het land (Drenthe, Friesland, Groningen en Regio Zwolle) is deze seizoensgevoeligheid hoger dan in de rest van het land. Ook andere periferie gelegen regio's zijn relatief seizoensgevoelig (Twente, Achterhoek, Midden-Limburg, Zuid-Limburg en Zeeland), evenals Regio Rivierenland. De seizoensvariatie is het laagst in de regio's Groot-Amsterdam, Gooi en Vechtstreek, Zuid-Holland Centraal en Zuidoost-Brabant.

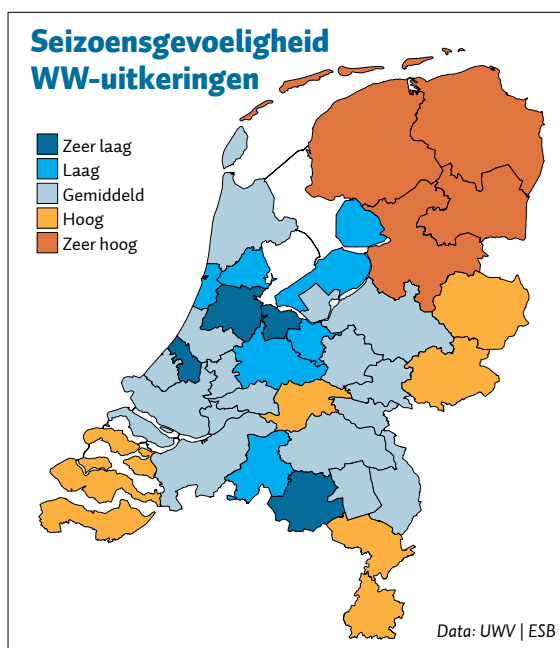
De regionale verschillen komen deels doordat in bepaalde regio's relatief veel seizoensgevoelige beroepen voorkomen. Agrarische, pedagogische en technische beroepen zijn het meest seizoensgevoelig. In de noordelijke provincies komen naar verhouding veel technische en agrarische beroepen voor. Binnen de technische beroepen komt de seizoensgevoeligheid vooral door beroepen in de bouw, zoals schilders en metse-

laars. In de landbouw en de bouw speelt het weer een belangrijke rol, zodat er een extra hoge WW-instroom in de winter is. Bij de pedagogische beroepen valt de seizoenspiek juist in de zomer, als het schooljaar afloopt.

Ook andere beroepen kunnen sterk seizoensgevoelig zijn, zoals reisbegeleiders, buschauffeurs en koks. Dat heeft te maken met het vakantie seizoen en hier is de WW-instroom het hoogst in de herfst. ICT-beroepen, managers en commerciële beroepen zijn het minst seizoensgevoelig, want dit soort werk vindt voornamelijk binnen plaats. Maar ook in beroepen die niet weergevoelig zijn is de WW-instroom wel het hoogst in de winter, doordat arbeidscontracten vaak aan het eind van het kalenderjaar aflopen.

De seizoensgevoeligheid van een beroeps-groep verschilt echter ook per regio. Zo maakt het in de agrarische sector nogal uit of een regio op veeteelt en akkerbouw is gericht of op glastuinbouw. En de ene vorm van toerisme is weergevoeliger dan de andere, zoals een verblijf op een camping, vergeleken met overnachtingen in een hotel (stadstoerisme).

▪ Sake Wagenaar (UWV)



Handelsoorlog leidt tot minder kleding made in China

INTERNATIONAAL

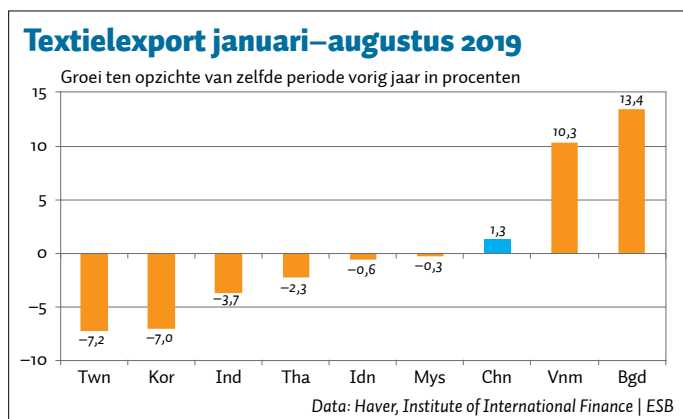
De handelsoorlog is straks wellicht ook merkbaar in de Nederlandse kledingwinkels. Nu hangen deze voor een belangrijk deel vol met niet al te dure broeken, jurkjes en andere textielproducten uit China. Andere landen worden echter steeds belangrijker als leverancier van onze vrijetijdsgarderobe. Het afgelopen jaar lieten met name Bangladesh en Vietnam een flinke stijging van de textielexport zien (figuur).

Wat in de textielindustrie gebeurt, is illustratief voor een bredere ontwikkeling, die bovendien al langer speelt. China wordt duurder als gevolg van stijgende loonkosten, wat past bij de ontwikkeling die het land doormaakt. China klimt op in de waardeketen en richt zich steeds meer op de productie en export van hoogwaardige producten. De sectoren die het

moeten hebben van lage productiekosten, zoals de textielsector, hebben het juist moeilijk. Landen met lagere lonen nemen de productie over.

De handelsoorlog versnelt deze ontwikkeling, aangezien de Chinese export getroffen wordt door invoertarieven. De recente 'phase one deal' tussen de Verenigde Staten en China heeft voor nu de scherpste kantjes van het conflict afgehaald, maar de eerder ingestelde importtarieven worden niet teruggedraaid en ook op andere manieren blijft de rivaliteit tussen de beide grootmachten de wereldeconomie parten spelen. De verstoring van handelsstromen en verschuiving van productie naar minder optimale locaties werkt prijsopdrijvend, zelfs voor producten waarvoor geen tarieven zijn ingesteld. Het onzekere handelsklimaat zet de economische groei wereldwijd onder druk.

De ontwikkelingen in de textielsector laten dus zien dat sommige landen profiteren van de handelsoorlog. De loonkosten vertellen echter niet het hele verhaal. Landen met relatief hoge lonen, zoals Taiwan en Zuid-Korea, zien de textielexport dalen – dit past in het plaatje. Maar ook India wordt geconfronteerd met een daling, terwijl de loonniveaus daar net als in Bangladesh en Vietnam concurrerend zijn. De verklaring is dat ook landspecifieke factoren een rol spelen. In Bangladesh is het voor veel grote kledingconcerns makkelijk om meer kleding te laten produceren vanwege al bestaande productiefaciliteiten in dat land. Vietnam heeft sterke handelsbanden met de VS, dat de invoertarieven op Chinees textiel heeft ingesteld, en exporteert al veel textielproducten. In India ontbreken deze voorsprong gevende factoren en er heerst een relatief zwak investeringsklimaat voor buitenlandse ondernemingen. ▪ Bert Burger (Atradius)



Gedragsregels voor economen

De Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde (KVS) introduceert gedragsregels voor haar evenementen en activiteiten. Wij spraken voorzitter Robert Dur over de overwegingen en uitvoering van een dergelijke gedragscode.

Een gedragscode voor economen: waarom is dat nodig?

“De afgelopen jaren is er breed onderkend dat niet iedereen zich altijd even welkom voelt binnen de economengemeenschap. De omgangsvormen worden soms als onprettig ervaren. Daar willen we wat aan doen en een gedragscode is een stap in die richting.

De gedragscode heeft twee functies. De eerste is bewustwording. Een open cultuur waarin iedereen zich respectvol behandeld voelt, ontstaat niet altijd vanzelf – zelfs niet als iedereen de beste intenties heeft. Mensen bewust maken van hun rol hierin door middel van die gedragscode kan een verschil maken.

Daarnaast is het ook van groot belang dat, wanneer zich situaties voordoen waarin mensen het gevoel hebben dat er niet respectvol met hen of anderen is omgegaan, men aan de bel kan trekken. Dat is door de gedragscode nu klip en klaar.”

Hoe is de code vormgegeven?

“We hebben ons laten inspireren door de gedragscodes die recent zijn opgesteld door de *American Economic Association* en het



ROBERT DUR

Voorzitter van de Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde en hoogleraar aan de Erasmus Universiteit Rotterdam

National Bureau for Economic Research. In de code gaat het over respectvol met elkaar omgaan, het tegengaan van discriminatie en intimidatie, en over wat te doen bij ongewenst gedrag. Alle deelnemers zijn zelf verantwoordelijk voor hun eigen gedrag, maar er is ook een collectieve verantwoordelijkheid voor een prettige en professionele omgang.”

Wie moeten zich aan de code houden?

“De code is van toepassing op alle deelnemers aan KVS-activiteiten.”

Kan een code het gedrag van deelnemers aan conferenties en KVS-evenementen wel beïnvloeden?

“Wij zijn daar als bestuur optimistisch over. Een code is geen wondermiddel, maar geeft op zijn minst richting en houvast.”

Is er een directe aanleiding voor de KVS om een dergelijke code in te voeren?

“Er zijn twee aanleidingen. Ten eerste de ontwikkelingen in de economische wetenschap wereldwijd. Zusterorganisaties hebben vergelijkbare codes ontwikkeld of zijn daarmee bezig. Ten tweede zijn er de afgelopen jaren twee incidenten geweest bij KVS-evenementen waarbij mensen zich niet respectvol behandeld voelden. De gedragscode maakt duidelijk dat dat onacceptabel is en biedt handvatten voor wat te doen als het onverhoopt toch gebeurt.”

Wat hoopt de KVS dat er concreet gaat veranderen door het invoeren van de code?

“We hopen dat de gedragscode eraan bijdraagt dat iedereen zich welkom en vrij voelt om deel te nemen aan activiteiten en discussies. Uiteindelijk hebben we allemaal baat bij discussies waar diverse perspectieven de ruimte krijgen. Dat helpt ook de economische wetenschap een stap verder.”

LEONIE ERNST
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.

Redactie

Jasper Lukkezen (hoofdredacteur), Robert Kleinknecht, Yrla van de Ven, Sarah van Hugte en Paul van Kempen
Redactiemedewerkers: Leonie Ernst en Elisa de Weerd
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

Rechten

ESB is een uitgave van FD Mediagroep.
De Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoud-

kunde is houder van de merknaam ESB.
Afbeeldingen: iStock / Lekkyjustdoit, Redlinevector, z.wei, MarioGuti, Cecilie-Arcurs, Marcus Lindstrom, Pierre Aden, joyt, offstocker, Getty Images. Strip Van Zanten: Roger Klaassen.

Publiceren

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

Abonneren

U kunt een abonnement online afsluiten op www.esb.nu/service/abonneren.

Adverteren

Neem contact op met Jeannette van Zeijst, 0205928635, jeannette.van.zeijst@fdmediagroep.nl.

Contact

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

Verschijningsdata ESB:
13 feb., 12 mrt., 9 apr., 14 mei,
11 jun., 9 jul., 6 aug., 10 sep.,
8 okt., 12 nov. en 17 dec.





Call for papers

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

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

Februari: *Ontwikkelingssamenwerking*

Daarna: *Kaalslag in de regio*

Globalisering en de nationale statistieken

Naar een duurzame landbouw (dossier)

Accountantscontrole (dossier)

De creatie en verdeling van waarde (dossier)



**DE ECONOMIE
PODCAST**

DIT KUNNEN WE LEREN
VAN JAN TINBERGEN

Meer weten? Kijk op esb.nu/podcast



Meer dan 8.000 economen
ontvangen onze wekelijkse nieuwsbrief
www.esb.nu/aanmelden