



# Consument en conjunctuur

**SAM PEEPERKORN, JEROEN NIEUWEBOER, FRANK VAN ES, CARLIJN PRINS,  
BAHAR ÖZTÜRK, AD STOKMAN, BART VAN ARK, ABDUL ERUMBAN, BAS BUTLER,  
MAIKEL VOLKERINK, CAROLINE LIQUI LUNG EN SANDRA PHILIPPEN**

DAARNAAST BIJDRAGEN VAN

**FREEK HUESINK, MARIELLE NON, GUST VAN DER MEEREN, HANNIE DE CLOE-VOS,  
ALEXANDRA VAN GEEN, JOHAN BONEKAMP, ARTHUR VAN SOEST, ED BERENDSEN,  
CARLA VAN DEURSEN, JAN-MAARTEN VAN SONSBECK, JOOST BATS, JORIEN FRERIKS,  
YVO MUDDE, RENÉ ROLLINGSWIER, FRITS BOS EN WOUTER VERMEULEN**

## Van de voorzitter

Voordat de zomer echt van start gaat, zijn er nog volop KVS-evenementen!

16 mei aanstaande vindt het tweede KVS-Economencafé van 2019 plaats, dit keer in hartje Tilburg. Daniel van Vuuren (CPB), Marloes de Graaf (UWV) en Didier Fouarge (Universiteit Maastricht) gaan onder leiding van Jan Donders (directeur BoFEB) met u in discussie over de vraag: “Wat betekent de economische slowdown voor de Nederlandse arbeidsmarkt?” Toegang is gratis. Aanvang om 17:00 uur (inloop vanaf 16:30 uur) in Café Bakker in Tilburg.

Op 24 mei vindt de eerste editie van de KVS New Paper Sessions plaats aan de Universiteit Leiden, georganiseerd door Olaf van Vliet (Universiteit Leiden) en Jasper Lukkezen (ESB). KVS New Paper Sessions geeft economen de kans hun nieuwste paper te presenteren aan en bediscussiëren met vakgenoten. De call for papers heeft een prachtige lijst papers opgeleverd. Daarnaast zijn er twee keynote sprekers: Chris Roth (Universiteit Bonn) zal spreken over “*Beliefs about racial discrimination and support for pro-black policies*” en Bas van der Klaauw (VU) zal ingaan op de vraag “*Do doctors improve the health care of their parents?*” Indienen van papers is niet meer mogelijk, maar registreren voor deelname wel! Zie [esb.nu/nps](https://esb.nu/nps).

Op 5 juni vindt de KVS-Jaarlezing 2019 plaats in De Balie in Amsterdam. De lezing wordt dit jaar gegeven door Coen Teulings (Universiteit Utrecht). Titel van de avond is “Moderne arbeiders, verenigt u!” en gaat over de vraag hoe de samenleving zich kan beschermen tegen de nare kanten van het kapitalisme. Is er een wederopbouw nodig van sociale instituties? Moet je mensen dwingen om zich te verenigen in vakbonden en te verzekeren? Aanvang: 20:30 uur. Toegang kost 10,50 euro voor KVS-leden. Kaarten verkrijgbaar via de website van De Balie: <https://debalie.nl/agenda/moderne-arbeiders-verenigt-u/>

Tenslotte vindt op 13 juni van 17:30-18:30 uur de ALV plaats. Locatie De Nederlandsche Bank, Amsterdam. Een uitnodiging daarvoor inclusief de vergaderstukken ontvangt u binnenkort via e-mail. We zullen u tijdens de ALV ook bijpraten over de ontwikkeling van de KVS-Preadviezen, die dit jaar worden samengesteld door Eric Bartelsman (VU) en Esther-Mirjam Sent (Radboud Universiteit) en in het teken staan van het Tinbergenjaar.

Wij hopen u te kunnen begroeten bij een of meer van deze evenementen!

Prof.dr. Robert Dur  
Voorzitter KVS



# Inhoud

Actueel	194
Uitgelicht	196

## Consument en conjunctuur

<b>Inleiding: Consument en conjunctuur</b> JASPER LUKKEZEN	198	<b>Sporen van animal spirits in particuliere consumptie</b> BAHAR ÖZTÜRK EN AD STOKMAN	208
<b>Consument gaat uit van lagere groei</b> SAM PEEPERKORN	200	<b>Consumentenvertrouwen wereldwijd op hoog niveau</b> BART VAN ARK EN ABDUL ERUMBAN	211
<b>Verschillen in consumentenvertrouwen tussen groepen groter in hoogconjunctuur</b> JEROEN NIEUWEBOER	202	<b>Nieuwe conjunctuurindicator voorspelt afvlakking groei in 2019</b> BAS BUTLER, MAIKEL VOLKERINK EN CAROLINE LIQUI LUNG	214
<b>Deelindicator van consumentenvertrouwen verklaart consumptie beter</b> FRANK VAN ES EN CARLIJN PRINS	205	<b>Column: Waarom we niet voelen dat het goed gaat</b> SANDRA PHILIPPEN	217



<b>Geen bewijs voor selectiebias bij Vidi-toekenning na correctie voor zelfselectie</b> FREEK HUESINK EN MARIELLE NON	218
<b>Meet risicobereidheid met een kwantitatieve methode</b> GUST VAN DER MEEREN, HANNIE DE CLOE-VOS EN ALEXANDRA VAN GEEN	222
<b>Duurzaam beleggen door pensioenfondsen mag wat kosten van de deelnemers</b> JOHAN BONEKAMP EN ARTHUR VAN SOEST	226
<b>Stijging WIA-instroom nog geen reden tot zorg</b> ED BERENDSEN, CARLA VAN DEURSEN EN JAN-MAARTEN VAN SONSBECK	230
<b>Normalisatie monetair beleid noopt tot keuze</b> JOOST BATS, JORIEN FRERIKS, YVO MUDDE EN RENÉ ROLLINGSWIJER	233
<b>Financiering Rijk maakt gemeente-investeringen procyclischer</b> FRITS BOS EN WOUTER VERMEULEN	236
<b>Statistiek</b>	238
<b>Ceteris paribus</b>	240



## Mei

- 9 **Radboud Lezing** – *Wie werkt waar in de toekomst?* Joris Knobens (Radboud Universiteit)
- 10 **Erasmus Symposium** – *Learning analytics: the quantified student*, o.a. Marcus Specht (Erasmus Universiteit Rotterdam)
- 13 **Arminius** – *Moneyland*, o.a. Oliver Bullough  
**Science Café Nijmegen** – *Creativity ex machina*, Tony Veale (University College Dublin)
- 14 **ERIM Research Seminar** – *The long-run information effect of central bank communication*, Stephen Hansen (University of Oxford)  
**L&W Seminar** – *Economics of education*, Melline Somers (Universiteit Maastricht)
- 15 **Arminius Denkcafé** – *Hoe word je gelukkig?* Ap Dijksterhuis (Radboud Universiteit)  
**NVA Seminar** – *Wat kan Nederland leren van de arbeidsverhoudingen in Duitsland?* O.a. Dennie Oude Nijhuis (Universiteit Leiden)  
**Pakhuis de Zwijger** – *Geldstromen door de school*, o.a. Barbara Goezinne (Ministerie van Onderwijs, Cultuur en Wetenschap)  
**UNU-MERIT Seminar** – *Strategic institutional ambiguity and the governance of refugees in Lebanon*, Nora Stel (Maastricht School of Management)
- 16 **Pakhuis de Zwijger** – *Gelijke kansen in de stad*, o.a. Paul de Beer (Universiteit van Amsterdam)  
**Rode Hoed** – *Farma's other futures: alternatieven voor onbetaalbare medicijnen*, o.a. Rob Henning (Universiteit Groningen)  
**Tinbergen Seminar Rotterdam** – *Measuring labor-force participation and the incidence and duration of unemployment*, James Hamilton (University of California San Diego)
- 17 **De Balie** – *Wetenschap is ook maar een mening*, o.a. Wim van Saarloos (KNAW)
- 18 **Universiteit Utrecht en TivoliVredenburg** – *Festival Europa*, o.a. Coen Teulings (Universiteit Utrecht)  
**Universiteit van Amsterdam Conferentie** – *Health, behaviour & society*, o.a. Jim van Os (UMC Utrecht)
- 20 **Tinbergen Seminar Rotterdam** – *Globalization for sale*, Paola Conconi (Université Libre de Bruxelles)
- 21 **CPB Seminar** – *Market power and innovation in the intangible economy*, Maarten de Ridder (University of Cambridge)  
**DNB Seminar** – *Ambiguity, monetary policy and trend inflation*, Riccardo Masolo (Bank of England)  
**Radboud Symposium** – *Health disparities*, o.a. Maria van den Muijsenbergh (Radboud Universiteit)  
**Rotterdam Lezing 2019** – *Over gewicht in Rotterdam*, Liesbeth van Rossum (Erasmus MC)
- 28 **Clingendael** – *Serbia, the Western Balkans and the EU*, o.a. Marko Kmezcic (Universität Graz)  
**U.S.E. Seminar** – *Contribution of economics to societal issues*, Simon Rudkin (Swansea University)
- 30 **UNU-MERIT Seminar** – *Gender identity, co-working spouses and relative income within households*, Natalie Zinovyeva (Aalto-universitetet, Finland)

### GELDSTROMEN NAAR DE KLAS

Jaarlijks geeft het Ministerie van Onderwijs, Cultuur en Wetenschap (OCW) meer dan tien miljard euro uit aan het basisonderwijs. Waar stroomt dit geld allemaal door en langs, voordat het terechtkomt bij de leerling of de leerkracht? Uit onderzoek uit 2016 blijkt dat van elke euro die OCW uitgeeft, slechts 52 cent direct in de klas terechtkomt. Het is de vraag of de geldstromen op deze manier wel efficiënt zijn. Vanaf 2021 krijgen ouders en leerkrachten via de medezeggenschapsraad meer zeggenschap over de begroting van basisscholen. Wat is dan de rol van de schoolleider, de schoolbestuurder, of de Raad van Toezicht? Met o.a. Barbara Goezinne (OCW) en Arjan Trommel (Hogeschool van Amsterdam) wordt hierover gediscussieerd.

### MARKTMACHT

In de afgelopen decennia is de productiviteitsgroei gestagneerd. Maarten de Ridder (University of Cambridge) laat met zijn onderzoek zien dat immaterieel vermogen, zoals informatietechnologie, langzamere economische groei kan veroorzaken. Immateriële activa verlagen marginale kosten, wat bedrijven met lage toepassingskosten een competitief voordeel geeft. Dit voordeel kan bijvoorbeeld worden gebruikt om nieuwe bedrijven van de markt te weren, of om te voorkomen dat andere bedrijven betere innovaties ontwikkelen. Waar veel bedrijven met immateriële activa zijn, is er dus sprake van meer marktmacht en minder innovatie.

## Juni

- 4 **Erasmus Lecture** – *Unanticipated social movements and #MeToo*, Cass Sunstein (Harvard University)
- 5 **De Balie en KVS** – *Moderne arbeiders, verenigt u!* O.a. Coen Teulings (Universiteit Utrecht)  
**Pakhuis de Zwijger** – *Next generation ontwikkelingshulp: ondernemers aan zet*, o.a. Lonkeke Roza (Erasmus Universiteit Rotterdam)
- 6 **CPB Seminar** – *From subsidies to loans: the effects of college financing on students' high school choices*, Jan Kabátek (University of Melbourne)  
**Tinbergen Seminar Amsterdam** – *Political economics*, Frédéric Robert-Nicoud (Université de Genève)

## Promotie Ramsis Croes



**Market power in hospital markets and selection in health insurance markets**

Erasmus Universiteit Rotterdam,  
16 mei 2019

Hoe kan marktfalen een goede werking van het Nederlandse zorgstelsel belemmeren? In dit proefschrift zijn er verschillende vormen van marktfalen geanalyseerd, waaronder (adverse) selectie en inertie in de context van vrijwillig eigen risico in de zorgverzekeringsmarkt. Er is bijvoorbeeld sprake van selectie wanneer gezondere verzekerden een hoog vrijwillig eigen risico kiezen.

Empirische bepaling van de exacte omvang van het selectieprobleem is een uitdaging vanwege de interactie tussen selectie en moreel risico. Immers, het enkele feit dat mensen die kiezen voor een vrijwillig eigen risico, lagere gezondheidskosten hebben, bewijst op zichzelf niet dat er sprake is van selectie. Dit kan ook toe te schrijven zijn aan meer kostenbewust gedrag, veroorzaakt door het vrijwillig eigen risico, dat wil zeggen, minder moreel risico.

Uit mijn analyse blijkt dat het aanbieden van contracten met een vrijwillig eigen risico resulteert in zelfselectie door gezondere personen. Bovendien blijken deze gezonde personen overcompenseerd te worden door het risicovereveningssysteem, waarbij zorgverzekeraars gecompenseerd worden

voor hogere zorgkosten die zieken hebben. De verwachte winst van zorgverzekeraars op het risicovereveningssysteem per individu met een vrijwillig eigen risico van 500 euro wordt geschat op gemiddeld ongeveer 450 euro.

Ik onderzoek ook de interactie tussen selectie en inert consumentengedrag. Hoewel mensen met hoge eerdere en toekomstige kosten voor de gezondheidszorg aanzienlijk minder geneigd om een vrijwillig eigen risico van 500 euro te nemen of te houden, vond ik ook duidelijk bewijs van een aanzienlijke consumenteninertie. De kans dat personen met lage zorgkosten een vrijwillig eigen risico van 500 euro nemen is slechts 3,5 procent, terwijl een dergelijk vrijwillig eigen risico voor de meesten van hen waarschijnlijk winstgevend zou zijn.

Het is mogelijk dat het verminderen van deze consumenteninertie een positief effect heeft op de consumentenwelvaart. Deze potentiële welvaartswinsten kunnen nog hoger zijn als de vermindering van consumenteninertie wordt gecombineerd met een verbetering van het risicovereveningssysteem om de overcompensatie voor mensen die een vrijwillig eigen risico kiezen te verminderen.

## Benoemingen

**Marcel Timmer** zal met ingang van 1 september 2019 benoemd worden tot directielid van het Centraal Planbureau



## Oraties

**Erasmus Universiteit Rotterdam**

**Maarten Bosker** – *Geography and economic development*, 10 mei

**Maarten de Wilde** – *On the future of business income taxation in Europe*, 22 mei



## Promoties

**Erasmus Universiteit Rotterdam**

**Qing Chuan Ye** – *Multi-objective optimization methods for allocation and prediction*, 9 mei

**Tim Lamballais Tessensohn** – *Optimizing the performance of robotic mobile fulfillment systems*, 16 mei



**Rijksuniversiteit Groningen**

**Oleksii Koval** – *The roles of experience, commitment to new platforms, and inter-firm cooperation in shaping new product performance*, 16 mei

**Ronny Prabowo** – *Cost behaviour, ownership types, and managerial ability*, 16 mei

**Tilburg University**

**Henriette Lundgren** – *Pigeonholing or learning instrument? On the practice and perception of personality testing in human resource development*, 10 mei

**Universiteit Maastricht**

**Maria Ferreira Sequeda** – *Human capital development at school and work*, 10 mei

**Christiaan Vermeulen** – *Hot for teacher: studies on teacher career and skill development in the Netherlands*, 23 mei

**Jan Hendrik Lohmeyer** – *Time series analysis under model uncertainty*, 24 mei

**Martina Čaić** – *Designed to serve: social robots in value networks*, 24 mei



**Universiteit van Amsterdam**

**Myrna Hennequin** – *Expectations and bubbles in asset market experiments*, 24 mei



**Vrije Universiteit Amsterdam**

**Hella Abidi** – *Performance management in supply chains*, 22 mei



**Serhan Sadikoglu** – *Essays in econometric theory*, 20 mei



**Ekaterina Neretina** – *Essays in corporate finance, political economy, and competition*, 3 juni







## Sigaretten delen

De introductie van een verbod op tabaksverkoop aan jongeren leidt niet tot een significante afname van het aantal rokende jongeren. Dit stellen Meier et al. aan de hand van enquêtegegevens en data over verkoopverboden in Zwitserland en de Europese Unie. Jongeren blijken namelijk sigaretten uit een winkel te vervangen voor sigaretten die ze krijgen van ouders of oudere vrienden. Een aanwijzing voor het belang van dit substitutiekanaal is de sterke afname van rokende jongeren die geen rokende vrienden hebben.

Meier, A.N., R. Odermatt en A. Stutzer (2019) *Tobacco sales prohibition and teen smoking*. IZA Discussion Paper Series, 12231.



## Vriendjespolitiek

Hoe meer openbare aanbestedingen worden gewonnen door bedrijven die doneren aan de regerende politieke partijen, hoe minder efficiënt de overheid is. Dit concluderen Titl et al. aan de hand van een analyse van openbare aanbestedingen en politieke donaties in Tsjechië over de periode 2007–2014. Deze efficiëntiedaling ontstaat vooral doordat bedrijven met ervaring in het uitvoeren van deze uitbestedingen deze ervaring niet kunnen benutten omdat ze de uitbesteding niet winnen. Daarnaast maken politici vaker gebruik van onduidelijke en moeilijker doorgrondbare aanbestedingscriteria. Dit leidt er al met al toe dat de bedrijven die de aanbestedingen winnen, niet de bedrijven zijn die het efficiëntst zijn.

Titl, V., K. De Witte en B. Geys (2019) *Political donations, public procurement and government efficiency*. CESifo Working Paper, 7591.

## Voorspellende Google

Is het mogelijk om op basis van veel gezochte zoektermen de conjunctuur te voorspellen? Dit onderzoeken Niesert et al. op basis van Google-trends en -correlatiedata van de zoektermen. De auteurs constateren dat Google-zoektermen wel de werkloosheid, maar niet de inflatie en het consumentenvertrouwen succesvol kunnen voorspellen. Een mogelijke verklaring is dat het online zoekgedrag van mensen goed te koppelen valt aan hun persoonlijke situatie, zoals in het geval van werkgelegenheid, maar niet aan onpersoonlijke en algemene concepten als inflatie en consumentenvertrouwen.

Niesert, R., J. Oorschot en C. Veldhuisen et al. (2019) *Can Google search data help predict macroeconomic series?* Tinbergen Institute Discussion Paper, TI 2019-021/III.

## Verkeerde intelligentie

De markt zal uit zichzelf kunstmatige intelligentie ontwikkelen die arbeid vervangt, zo stellen Acemoglu en Restrepo. Het gevolg is een toekomst met lage groei, hoge werkloosheid en grote ongelijkheid. Deze uitkomst komt voort uit het huidige innovatiemodel, maar is maatschappelijk gezien niet de meest wenselijke. Het is zaak om in te zetten op arbeid creërende kunstmatige intelligentie om de maatschappelijke kosten van arbeidsvervangende kunstmatige intelligentie op te vangen.

Acemoglu D. en P. Restrepo (2019) *The wrong kind of AI? Artificial intelligence and the future of labor demand*. NBER Working Paper, 25682.



## Vrijwilli

Vrijwilligers hebben een voorkeur voor activiteiten waarbij ze de andere vrijwilligers kennen, waarbij die andere vrijwilligers van dezelfde of een lagere leeftijd zijn, en waarbij ze gevraagd zijn door een bekende. Dit vinden Bijker et al. in hun onderzoek naar de invloed van sociale interacties op de beslissing om vrijwilligerswerk te gaan doen. Met behulp van een *discrete choice experiment* onderzoeken ze de voorkeuren voor

## Slim handelen

Verhandelbare mobiliteitsvergunningen kunnen een oplossing zijn om files in de stad te verminderen. Met behulp van een *lab-in-the-field*-experiment onder 79 ervaren weggebruikers onderzoeken Brands et al. de gevolgen van deze oplossing. Uit het experiment blijkt dat de deelnemers het systeem van verhandelbare vergunningen begrijpen en gebruiken op de manier waarop het is bedoeld. Gemiddeld hebben de deelnemers wat verdiend

**42,2%** van de Nederlanders gaf in 2017 aan 's avonds bij afwezigheid vaak preventief het licht te laten branden. Onder 65-plussers was dit zelfs ruim de helft (Bron: CBS).



## gerswerk

extra vrijwilligerswerk van 435 inwoners van de gemeente Utrechtse Heuvelrug. Financiële compensatie blijkt een sterk negatief effect te hebben op de voorkeur voor vrijwilligerswerk. De meesten doen namelijk vrijwilligerswerk vanuit intrinsieke motivatie.

Bijker, R., E. van Leeuwen en P.R. Koster (2019) *To join or not to join? The impact of social interactions on local participation decisions*. Tinbergen Institute Discussion Paper, 2019-003/VIII.

aan het systeem door slim te handelen. Hogeropgeleiden verdienen gemiddeld een beetje meer. Aan eventuele rechtvaardigheidszorgen zou tegemoet gekomen kunnen worden door aan hogeropgeleiden minder vergunningen te verstrekken.

Brands, D.K., E.T. Verhoef, J. Knockaert en P.R. Koster (2019) *Tradable permits to manage urban mobility: market design and experimental implementation*. Tinbergen Institute Discussion Paper, 2019-007/VIII.

### Slimme oude dag

Mensen die verwachten te sterven hebben gemiddeld minder vermogen op het moment van overlijden dan mensen die onverwachts overlijden. Dit vinden Suari-Andreu et al. door naar het vermogen van alle overledenen in Nederland tussen 2006 en 2013 te kijken. Ze vinden het sterkste effect, een verschil in financieel vermogen van circa 24 procent, voor alleenstaanden die overlijden aan kanker vergeleken met de groep die verwacht overlijdt. De resultaten suggereren dat mensen hun nalatenschap plannen; er is sprake van een erfenismotief.

Suari-Andreu, E., R. van Ooijen, R.J.M. Alessie en V. Angelini (2019) *Giving with a warm hand: evidence on estate planning and bequests*. Netspar Industry Series, DP 120.

### Ons kent ons

Economisch onderzoekers hechten meer waarde aan onderzoek in de eigen discipline dan onderzoekers in vier andere disciplines doen. Dit vinden Aistleitner et al. door naar citatiepatronen te zoeken. Ook reageren economen meer op prikkels, zoals beloning op basis van citaties, wat zich bijvoorbeeld uit in relatief veel reactieve citaties. De resultaten suggereren dat deze vorm van beloning niet alleen leidt tot het marginaliseren van alternatieve kennis, maar dat het ook de uitwisseling van kennis tussen verschillende disciplines moeilijker maakt.

Aistleitner, M., J. Kapeller en S. Steinerberger (2018) *Citation patterns in economics and beyond*. Institute for New Economics Thinking Working Paper, 85.

### Communicatiestijl

Ook als subsidieaanvragen blind beoordeeld worden, ontvangen vrouwen lagere scores dan mannen op hun aanvraag. De verschillen in score kunnen niet verklaard worden door karakteristieken van de beoordelaar, onderzoeksonderwerp of kwaliteiten van de aanvrager. Dit blijkt uit onderzoek van Kolev et al. aan de hand van subsidieaanvragen voor onderzoek van de Gates Foundation tussen 2008 en 2017. Het blijkt dat tekstuele verschillen in de subsidieaanvragen het scoreverschil kunnen verklaren. Dit suggereert dat verschillende communicatiestijlen het scoreverschil tussen de aanmelders veroorzaken.

Kolev, J., Y. Fuentes-Medel en F. Murray (2019) *Is blinded review enough? How gendered outcomes arise even under anonymous evaluation*. NBER Working Paper, 25759.



### Haantje de voorste

Meisjes die een zeer goed presterende klasgenoot op de middelbare school hebben, halen op latere leeftijd minder vaak een bachelor als deze goedpresterende klasgenoot een man is en vaker een bachelor als deze een vrouw is. Daarbovenop vinden Cools et al. aan de hand van Amerikaanse enquêtedata van 10.853 middelbare scholieren dat deze goedpresterende mannelijke klasgenoot een negatieve invloed heeft op de cijfers van meisjes, en op langere termijn op hun arbeidsmarktdeelname. Er is ook een relatie met lager zelfvertrouwen en risicovoller gedrag bij deze meisjes. De aanwezigheid van goedpresterders beïnvloedt jongens niet.

Cools, A., R. Fernández en E. Patacchini (2019) *Girls, boys, and high achievers*. NBER Working Paper, 25763.

# Consument e

Het vertrouwen in de economie is sinds afgelopen najaar in rap tempo aan het dalen. Meer en meer consumenten maken zich zorgen om de toekomst, en geven aan dat het geen goed moment is om grote uitgaven te doen. Deze daling gaat hand in hand met afzwakkende groeiverwachtingen. Waar de economie in 2017 en 2018 nog bovenpotentieel groeide, verwacht het Centraal Planbureau nu groeicijfers in de buurt van de potentiële groei.

Bij ESB verklaren we deze afvlakkende groei aan de hand van het 'Ruben-effect'. Toen Ruben van Oosten in maart 2016 solliciteerde als redacteur bij ESB stond de consumentenvertrouwensindex op een laag niveau, zie figuur 1. Nadat we hem een aanbod deden, steeg het vertrouwen dat men in de economie had. Dit vertrouwen bleef doorstijgen totdat de indicator op een niveau uitkwam dat we voor het laatst in januari 2001 zagen.

Het ging goed met de economie. Maar de ambitie van Ruben gooide roet in het eten. Afgelopen najaar gaf hij aan een carrière als economisch onderzoeker na te streven en de redactie te zullen verlaten. Uw vertrouwen in de economie raakte daarop in een vrije val. De hoogconjunctuur loopt op zijn laatste benen – consumentenvertrouwen is immers een voorlopende indicator van de conjunctuur, zoals Bas Butler, Maikel Volkerink en Caroline Liqui Lung in deze ESB laten zien.

## Ontwikkeling van vertrouwen

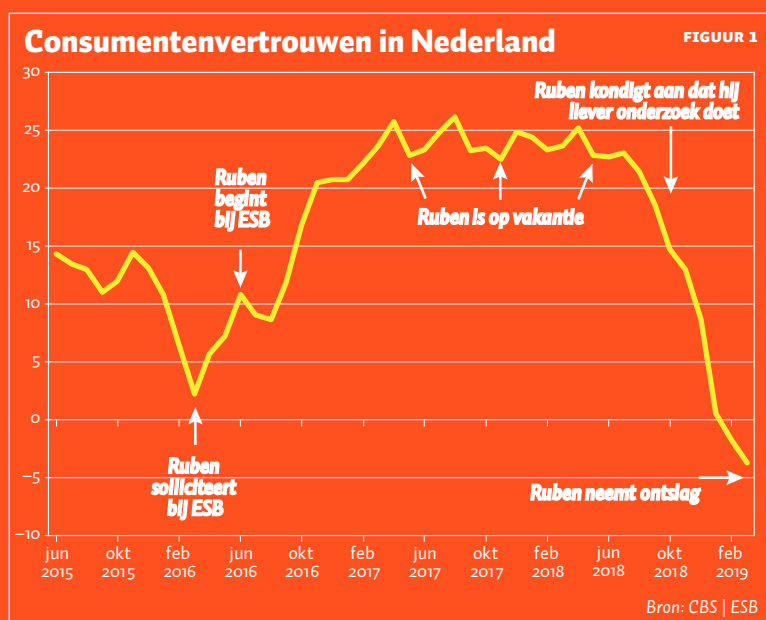
Maar correlatie is natuurlijk nog geen causaliteit. De relatie tussen hoeveel vertrouwen mensen in de economie hebben en de daadwerkelijke economische beslissingen die ze nemen is niet rechttoe rechtaan. Twee bijdrages uit dit themanummer gaan in op die relatie en de betekenis daarvan voor de economische ontwikkeling. Bahar Öztürk en Ad Stokman laten zien dat consumentenvertrouwen op zich invloed heeft op de economie. Ze filteren de delen van het consumentenvertrouwen die met economische variabelen verklaard kunnen worden uit het consumentenvertrouwen, en schatten het effect van het residu op consumptieve bestedingen. Het deel van het consumentenvertrouwen dat geen economische basis kent, interpreteren zij als *animal spirits* (losjes te vertalen als 'sentiment' ofwel instinct). *Animal spirits* verbeteren substantieel de schattingen die de consumptieve bestedingen verklaren.

Terwijl de analyse van Öztürk en Stokman zich op de causaliteit tussen de consumentenvertrouwensindicator en de totale consumptie stort, diepen Frank van Es en Carlijn Prins de relatie verder uit tussen consumentenvertrouwen en consumptie. Het ene element van consumentenvertrouwen blijkt er meer toe te doen dan het andere. Het levert een schat aan soms intuïtieve en soms tegen-intuïtieve relaties op.

## Niveau van vertrouwen

De relatie tussen veranderingen in het consumentenvertrouwen en de consumptie helpen bij het voorspellen en duiden van de conjunctuur, maar de niveaus van het consumentenvertrouwen doen er ook toe. Ze zijn relevant voor de conjunctuur, maar raken ook aan langjarige economische trends. De drie andere bijdragen aan dit themanummer gaan juist daar specifiek op in.

Een internationale vergelijking is interessant. Bart van Ark en Abdul Erumban demonstreren de wereldwijde consumentenvertrouwensindicator die The Conference Board recent heeft overgenomen. Europeanen blijken gemiddeld genomen pessimistischer te zijn dan Amerikanen en Aziaten. De implicaties hiervan: Van Ark en Erumban suggereren dat consumenten forser reageren op veranderingen in het vertrouwen bij een gemiddeld hoger niveau van consumentenvertrouwen. Het





# n conjunctuur

zou kunnen – de schattingsresultaten van Öztürk en Stokman spreken het in ieder geval niet tegen.

Maar het meest relevant voor Nederland is de analyse van Sam Peepkorn en de uitsplitsing van Jeroen Nieuwenboer. Peepkorn laat zien dat de consument de lagere groei van de afgelopen jaren verinnerlijkt heeft, en deze de verwachtingen over wat 'normaal' is neerwaarts heeft bijgesteld. Peepkorn doet dat door te kijken naar het niveau van economische groei waarbij de consument een gemiddeld vertrouwen heeft in de economie. Bij neutrale verwachtingen daalt de groei-voet al jaren.

Nieuwenboer splitst consumentenvertrouwen niet uit naar type vertrouwen, zoals Van Es en Prins doen, maar naar het vertrouwen in de economie bij verschillende demografische en sociaal-economische groepen. Jonge, hoogopgeleide mannen blijken het positiefst, laagopgeleide oudere vrouwen het negatiefst. In een hoogconjunctuur nemen deze verschillen tussen groepen ook nog eens toe, terwijl ze in een laagconjunctuur afnemen.

## Duiding

Sandra Phlippen plaats in haar *ESB*-column een aantal kanttekeningen bij de resultaten van Peepkorn en Nieuwenboer. Ze wijst erop dat we koopkrachtstijging de afgelopen jaren hebben ingeruild voor meer werkgelegenheid, en dat deze lagere groei dus niet noodzakelijkerwijs welvaartsverlagend is. Als de economie verder blijft groeien, maar de werkgelegenheid niet, volgt er een inhaalgroei en passen ook de groeiverwachtingen zich weer aan.

Ook wijst ze erop dat het vertrouwen voor een belangrijk deel stoelt op de mate waarin mensen het gevoel hebben dat ze hun leven zelf kunnen sturen. Jonge hoogopgeleide mannen hebben daartoe meer mogelijkheden, en overschatten zichzelf ook sneller.

Overigens verwachten we bij *ESB* dat het met die conjuncturele neergang wel mee zal vallen. Yrla van de Ven start op 20 mei als redacteur bij *ESB*, en neemt de taken van Ruben over. Komt dus helemaal goed!

### Consument gaat uit van lagere groei

SAM PEEPKORN

200

### Verschillen in consumentenvertrouwen tussen groepen groter in hoogconjunctuur

JEROEN NIEUWENBOER

202

### Deelindicator van consumentenvertrouwen verklaart consumptie beter

FRANK VAN ES EN CARLIJN PRINS

205

### Sporen van animal spirits in particuliere consumptie

BAHAR ÖZTÜRK EN AD STOKMAN

208

### Consumentenvertrouwen wereldwijd op hoog niveau

BART VAN ARK EN ABDUL ERUMBAN

211

### Nieuwe conjunctuurindicator voorspelt afvlakking groei in 2019

BAS BUTLER, MAIKEL VOLKERINK EN CAROLINE LIQUI LUNG

214

### Waarom we niet voelen dat het goed gaat

SANDRA PHILIPPEN

217



**JASPER LUKKEZEN**

Hoofdredacteur

lukkezen@economie.nl

# Consument gaat uit van lagere groei

De laatste jaren is een hoog consumentenvertrouwen gepaard gegaan met groeicijfers die historisch gezien niet spectaculair zijn. Koesteren consumenten in Nederland nu bescheidener verwachtingen van de economie dan vroeger?

## IN HET KORT

- De verwachtingen van consumenten van de economische groei dalen al geruime tijd, net als de potentiële groei.
- Extrapoleren op basis van eerder ervaringen met consumentenvertrouwen leidt tot een overschatting van de consumptiegroei.

**SAM PEEPERKORN**  
 Beleidsmedewerker  
 bij het Ministerie  
 van Financiën

Het consumentenvertrouwen is een ‘zachte’ indicator. Het is een graadmeter voor het sentiment van consumenten en kan daarom zeer gevoelig zijn voor berichtgeving over de economie en de ontwikkeling van de beurskoersen. Dit maakt het consumentenvertrouwen tot een lastig te interpreteren indicator.

Over een wat langere termijn is er echter wel degelijk een link met ‘harde’ indicatoren zoals de consumptiegroei. De groei van de consumptie in huishoudens is een goede graadmeter voor de ontwikkeling van de vraagzijde van de economie. Wanneer de economie goed draait neemt de consumptie doorgaans toe en is het vertrouwen vaak hoog

– en omgekeerd. De relatie tussen vertrouwensindicatoren en kwantitatieve data wordt hierbij doorgaans gezien als relatief stabiel.

Onderzoek toont echter aan dat de relatie tussen vertrouwen in de economie en groei in de eurozone is verschoven (Gayer en Marc, 2011; Biau en D’Elia, 2018). Dit kan op een vergelijkbare wijze voor Nederland worden getest. De verschuiving heeft te maken met bijgestelde groeiverwachtingen. De vertrouwensindicatoren worden gemeten via enquêtes. Respondenten beoordelen de ontwikkelingen in relatie tot hun inschatting van de ‘normale’ economische situatie. Zo zou in Nederland een economische groei van vijf procent gepaard gaan met een jubelstemming, maar in China reden zijn tot zorgen. Mogelijk heeft de financiële crisis de verwachtingen van wat ‘normaal’ is bij consumenten veranderd. De ervaring met een diepe recessie kan ertoe hebben geleid dat consumenten van de economie permanent een lagere standaardontwikkeling verwachten.

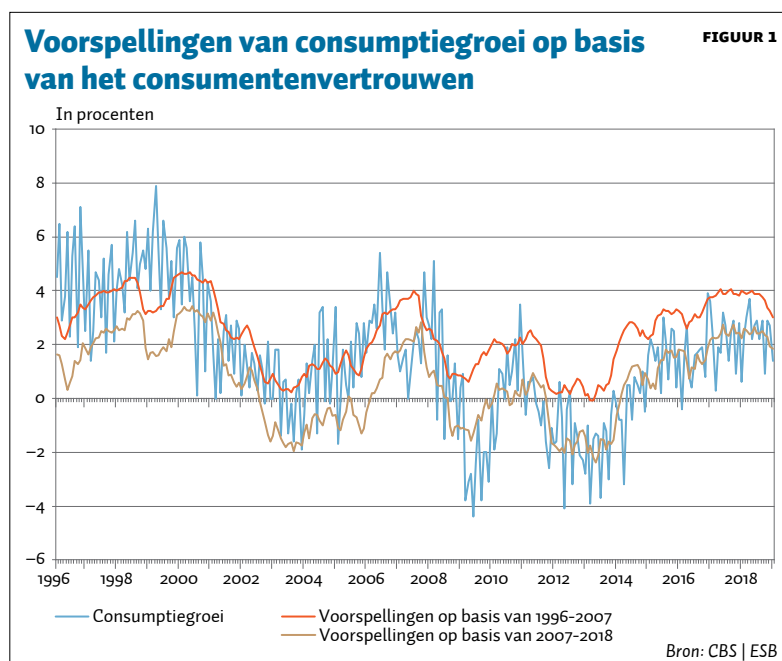
## Structureel lagere verwachtingen

De relatie tussen het consumentenvertrouwen en de consumptiegroei in huishoudens kan worden ingeschat via een eenvoudig en veelgebruikt model. In dit lineaire model hangt de maandelijkse consumptiegroei (jaar-op-jaar) af van het niveau van het consumentenvertrouwen, en van het verschil met het consumentenvertrouwen in de voorgaande maand. Dit kan als volgt uitgedrukt worden:

$$groei_t = b_0 + b_1 \times consumentenvertrouwen_t + b_2 \times \Delta consumentenvertrouwen_t + u_t$$

Om te kijken naar het effect van de financiële crisis, is het model geschat wat betreft de periode voor de crisis (1996K1–2007K2) en de periode daarna (2007K3–2018K4). Op basis van deze twee schattingen kan er vervolgens een voorspelling gedaan worden van de consumptiegroei voor de periode 1996–2018. In figuur 1 worden deze voorspellingen afgezet tegen de gerealiseerde consumptiegroei.

De grafiek laat zien dat de voorspellingen op basis van de nieuwe coëfficiënten consistent lager liggen dan de voorspellingen op basis van de oude coëfficiënten. Met andere woorden, een gegeven niveau van het consumentenvertrouwen impliceert nu een lagere groei dan voor de crisis. Tussen 2007 en 2009 lijkt er een omslag plaats te hebben gevonden. De voorspellingen op basis van de coëfficiënten van vóór de crisis overschatten de groei structureel sinds de financiële crisis, in tegenstelling tot de periode daarvoor. De voorspellingen op basis van de coëfficiënten die geschat



zijn over de jaren sinds de crisis sluiten daarentegen relatief goed aan bij de realisaties in latere jaren. Gayer en Marc (2018) vinden voor de eurozone een soortgelijk beeld. Dit ondersteunt de hypothese dat de crisis een significant en blijvend effect heeft gehad op de verwachtingen van de economie.

### Dalende trend

Er zijn aanwijzingen dat er al langere tijd sprake is van een veranderende link tussen consumentenvertrouwen en consumptiegroei. Het herhaaldelijk schatten van de vergelijking met een rollende regressie toont dit. Door te schatten voor een periode van zes jaar en de schattingsperiode telkens een maand op te schuiven krijgt men een reeks van coëfficiënten. Het feit dat deze coëfficiënten over de tijd veranderen, is een aanwijzing dat, ook voorafgaand aan de crisis, de link tussen consumentenvertrouwen en groei al niet constant was. Dit kan grafisch worden weergegeven door de consumptiegroei op basis van de verkregen coëfficiënten te voorspellen voor een constant niveau van het consumentenvertrouwen (hier gelijk aan het langjarige gemiddelde), zie figuur 2a.

Hieruit blijkt dan dat er in Nederland al langere tijd sprake is van een dalende trend van de voorspelde groei – en dit beeld geldt ook voor de eurozone (Gayer en Marc, 2018). Het duidt erop dat consumenten ook al vóór de crisis verminderde verwachtingen koesterden van de economie. Dit houdt mogelijk verband met de lagere groei van het potentiële bruto binnenlands product (het bbp gecorrigeerd voor conjuncturele ontwikkelingen), zie figuur 2b. De potentiële groei kan immers worden beschouwd als de standaardontwikkeling van de economie.

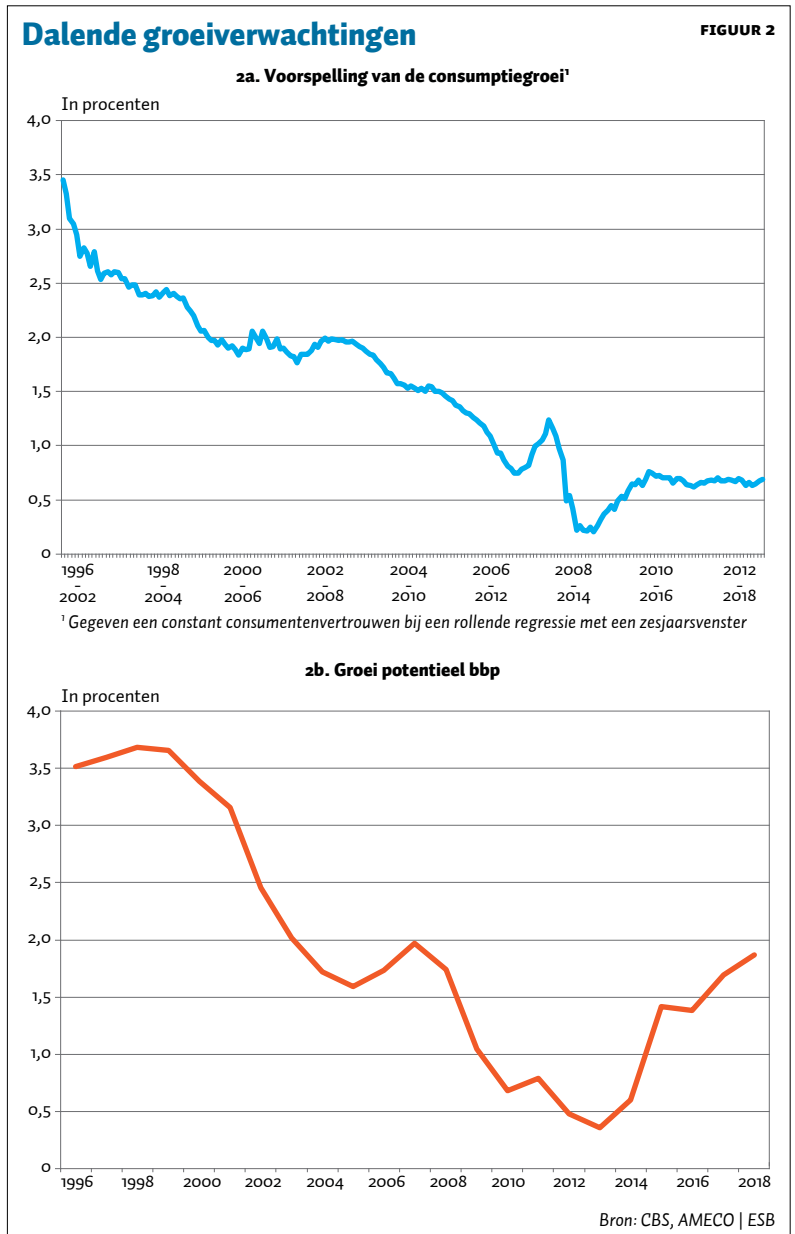
### Gevolgen

Doordat een lagere groei als normaal wordt gezien, gaan de groeicijfers gepaard met een hoger consumentenvertrouwen dan in het verleden het geval was. De verwachtingen van de economie lijken dus pessimistischer geworden, waardoor bij gegeven groeicijfers het consumentenvertrouwen optimistischer is. Het feit dat deze relatie aan verandering onderhevig is, plaatst een kanttekening bij het gebruik van het consumentenvertrouwen als voorlopende indicator voor de groeicijfers. In ieder geval moet er rekening gehouden worden met het bijgestelde verwachtingspatroon onder consumenten, om te vermijden dat de economische groei al te rooskleurig wordt ingeschat.

### Literatuur

Biau, O. en A. D'Elia (2011) *Is there a decoupling between soft and hard data? The relationship between GDP growth and the ESI*. Artikel te vinden op [www.oecd.org](http://www.oecd.org).

C. Gayer en B. Marc (2018) *A 'new modesty'? Level shifts in survey data and the decreasing trend of 'normal' growth*. Europese Commissie, European Economy Discussion Paper, 083.



# Verschillen in consumentenvertrouwen tussen groepen groter in hoogconjunctuur

Het consumentenvertrouwen wordt door zowel economen als de media nauwgezet gevolgd, zeker als het zoals nu daalt. Toch is het minder bekend hoe het vertrouwen samenhangt met leeftijd, inkomen en arbeidsmarktpositie. Wat leren we van een uitsplitsing van de ontwikkeling van het vertrouwen naar de sociaal-economische en demografische kenmerken van respondenten?

## IN HET KORT

- Het consumentenvertrouwen van jongeren en mannen is gemiddeld hoger dan dat van ouderen en vrouwen.
- Consumenten met gunstige sociaal-economische kenmerken hebben doorgaans meer vertrouwen dan gemiddeld.
- Bij economische voorspoed neemt het verschil in consumentenvertrouwen tussen de diverse groepen toe, bij tegenspoed af.

## JEROEN NIEUWEBOER

Statistisch onderzoeker bij het Centraal Bureau voor de Statistiek

De ontwikkeling van het consumentenvertrouwen vertoont een duidelijke conjunctuurcyclus (figuur 1). Het op *zelfrapportage* gebaseerde consumentenvertrouwen lijkt een voorloper van macro-economische ontwikkelingen te zijn (De Winter en Van der Veer, 2007; 2008; De Kruijff en

Nieuweboer, 2016; Hogervorst, 2019). Dit was zeker het geval bij de aanloop naar de grote recessie van 2008. Al vanaf september 2007 begon het consumentenvertrouwen scherp te dalen, met name door een forse val in de deelindicator die het sentiment volgde wat betreft het economische klimaat (kader 1). Het consumentenvertrouwen wordt daarom goed door economen en de media gevolgd, zeker nu het vertrouwen sinds september 2018 weer een scherpe daling laat zien.

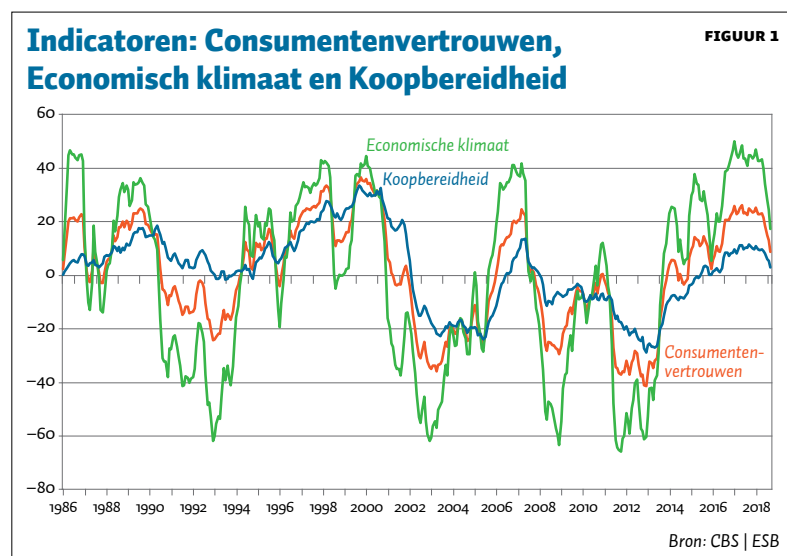
Maar de gegevens die verzameld worden om tot het consumentenvertrouwen te komen bevatten meer inzichten. De respondenten kunnen worden uitgesplitst naar demografische en sociaal-economische kenmerken. Nu er meer aandacht is voor inkomensongelijkheid en polarisatie in de samenleving, kunnen deze inzichten waardevol zijn.

## Verschillen tussen groepen

Het vertrouwen van de Nederlandse consument is bovenal gerelateerd aan de ontwikkeling van de economie. Maar de mate van optimisme of pessimisme kan ook samenhangen met de demografische en sociaal-economische kenmerken van de consument zelf. Deze kenmerken zijn van de respondenten in het Consumenten Conjunctuuronderzoek (CCO) bekend.

### Demografische kenmerken

Figuur 3 laat zien dat jongeren in het algemeen optimistischer zijn dan ouderen. Over de periode 2002–2018 zijn de jongeren tot de leeftijd van 35 jaar gemiddeld positief gestemd (+2 punten), terwijl de 65-plussers met -19 daar behoorlijk ver onder zitten. Er is dus een gemiddeld verschil van 21 punten. De grootte van het verschil tussen de leeftijdsgroepen is duidelijk afhankelijk van de conjunctuur. Bij een economische neergang convergeren de groepen. Het verschil tussen de jongste en oudste groep bedraagt 9 punten in 2009. Bij economische voorspoed divergeren de groepen, zodat in 2017 het verschil 29 punten is. Ook lijkt het alsof na de recente crisis de groepen verder uit elkaar zijn komen te liggen dan aan het begin van het millennium – met name de 65-plussers blijven achter. Verder laat figuur 3 zien dat mannen structureel optimistischer gestemd zijn dan vrouwen. Hoewel ook hier duidelijk sprake is van convergerende en divergerende bewegingen, zijn de verschillen minder groot. Sterker nog, de verschillen tussen de geslachten zijn na de recente crisis kleiner geworden.







## Het meten van consumentenvertrouwen

Vanaf april 1986 wordt het consumentenvertrouwen maandelijks gemeten. Via dit Consumenten Conjunctuuronderzoek (CCO) beoogt het CBS actuele informatie te verschaffen over consumentenopvattingen aangaande de algemene economische ontwikkeling en de financiële situatie van het eigen huishouden. Het CCO bestaat uit zestien vragen met betrekking tot de macro-economie, zoals de inflatie- en werkloosheidsverwachting en spaarintenties. Er worden vijf vragen gebruikt om de belangrijkste indicator, namelijk het consumentenvertrouwen, te construeren (figuur 5). Het consumentenvertrouwen bestaat uit twee deelindicatoren: het economische klimaat dat weergeeft hoe consumenten zelf de economische buitenwereld beoordelen, en de koopbereidheid die inzicht biedt in hoe een consument de eigen economische situatie inschat. De deelindicator 'economisch klimaat' bestaat uit een vooruitkijkende en terugblikkende vraag. Dit geldt ook voor het oordeel van de consument over de eigen financiële situatie, maar behelst verder ook nog een derde vraag, namelijk of het een gunstige tijd is voor grote aankopen, bijvoorbeeld een auto, televisie of wasmachine. De respondenten, van wie de demografische en deels ook de sociaal-economische kenmerken bekend zijn, kunnen de gestelde vragen over de situatie positief (*verbeterd*), negatief (*verslechterd*) of neutraal (*gelijk gebleven*) beantwoorden, ofwel de respondent geeft aan het niet te weten. Per

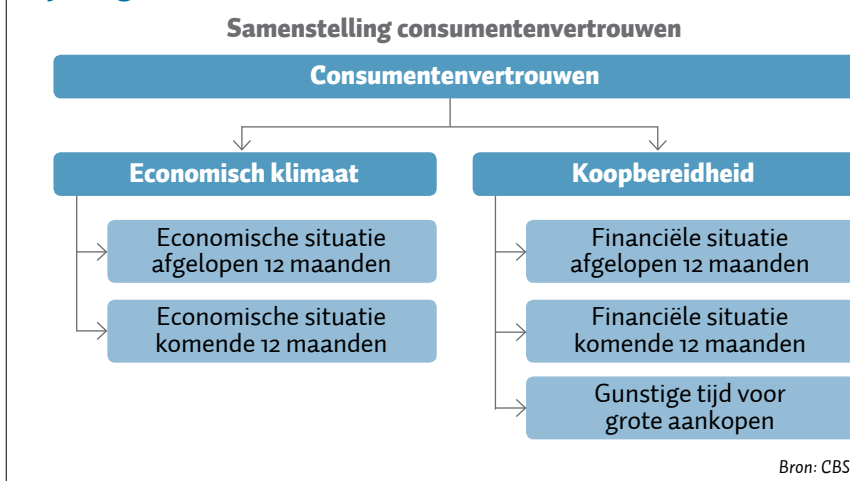
vraag wordt het percentage positieve antwoorden verminderd met het percentage negatieve antwoorden. Het ongecorrigeerde consumentenvertrouwen is het rekenkundig gemiddelde van deze vijf vragen. De niet-gecorrigeerde reeks kent een seizoenpatroon, want in de lente en zomer is men optimistischer dan in de andere maanden. Daarom wordt de indicator van het consumentenvertrouwen gecorrigeerd voor seizoeneffecten en statisti-

sche ruis. Deze gecorrigeerde indicator is dan het consumentenvertrouwen. In 2017 is het CCO gereviseerd. Sindsdien maakt men onder meer gebruik van een structureel tijdreeksmodel, waardoor een betere puntschatting wordt verkregen. Voor de totale populatie en de belangrijkste indicatoren is de revisie teruggelegd tot 1986 (Van den Brakel et al., 2017), maar niet voor deelgroepen. Bij deze groepen is dus sprake van een (lichte) trendbreuk.

KADER 1

### Vijf vragen meten het consumentenvertrouwen

FIGUUR 2



*Sociaal-economische kenmerken*

Ook het inkomen blijkt een belangrijke determinant te zijn van het consumentenvertrouwen. Hoe hoger het inkomen hoe groter het vertrouwen is (figuur 4). Maar de laagste inkomenskwintielgroep heeft doorgaans een hoger vertrouwen dan de tweede inkomenskwintielgroep. Dat heeft te maken met de samenstelling van de laagste inkomensgroep, waarin de meer optimistisch gestemde jongeren en ondernemers relatief goed vertegenwoordigd zijn. Ook het ver-

trouwen van de inkomensgroepen convergeert gedurende de crisistijd, zodat in 2009 het verschil tussen de hoogste en laagste groep 6 punten was. Tijdens economische bloei bewegen ze van elkaar af, met in 2016 een verschil van 31 punten. In dat opzicht gaat het na de crisis eveneens op dat de verschillen groter lijken dan aan het begin van het millennium.

Ondernemers zijn structureel iets optimistischer dan werknemers, maar wat betreft het vertrouwen is er tussen werkenden en niet-werkenden wel een veel groter verschil (figuur 5). Het grote verschil loopt sinds de crisis steeds verder op. Opmerkelijk is verder dat het voorheen ogenschijnlijke structurele verschil tussen uitkeringsgerechtigden en gepensioneerden na de crisis niet meer bestaat. Mogelijk speelt hier de aanhoudende onzekerheid een rol over de hoogte van de uit te keren pensioenen en over de verschuiving in de AOW-leeftijd. Daarentegen bleven tijdens de diepe crisis op de woningmarkt huiseigenaren structureel optimistischer dan huurders.

Kortom, in het algemeen zien we dat de verschillen in consumentenvertrouwen tussen de diverse groepen divergeren gedurende conjuncturele oplevingen en convergeren bij economische tegenwind. We zien overigens ook dat de demografische en sociaal-economische groepen die gemiddeld genomen een hoger dan wel een lager vertrouwen hebben, meestal ook optimistischer dan wel pessimistischer zijn over andere vragen in het onderzoek, zoals de werkloosheids- en inflatieverwachting en de spaarattitudes.

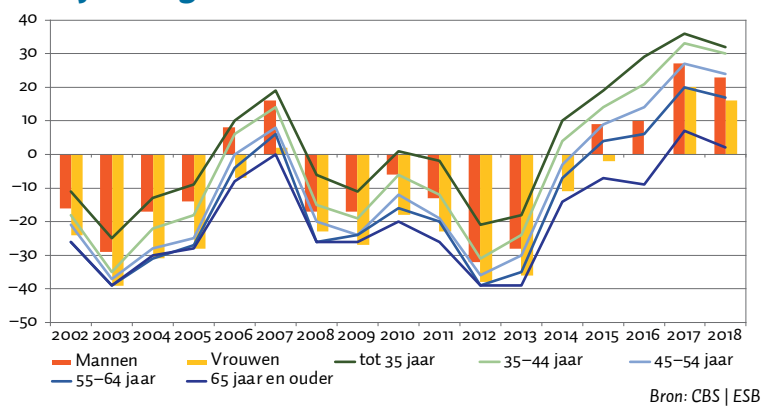
**Conclusie**

Het consumentenvertrouwen verschilt sterk tussen de diverse groepen, waarbij jongeren en mannen optimistischer zijn dan ouderen en vrouwen. Ook zijn de werkenden, hoogopgeleiden en hogere inkomens optimistischer dan de niet-werkenden, laagopgeleiden en lagere inkomens. De groepsverschillen in het consumentenvertrouwen vertonen tevens een conjunctuurgebonden volatiliteit. Bij conjuncturele oplevingen worden de verschillen groter, en bij economische tegenwind juist kleiner. Als de recent ingezette daling inderdaad een voorbode van een recessie zal blijken, zullen de demografische en sociaal-economische gradiënten in consumentenvertrouwen dus mogelijk weer dichterbij elkaar toe bewegen. De vraag is echter of deze sinds het begin van het millennium gesignaleerde toegenomen discrepantie tussen de groepen structureel is of niet.

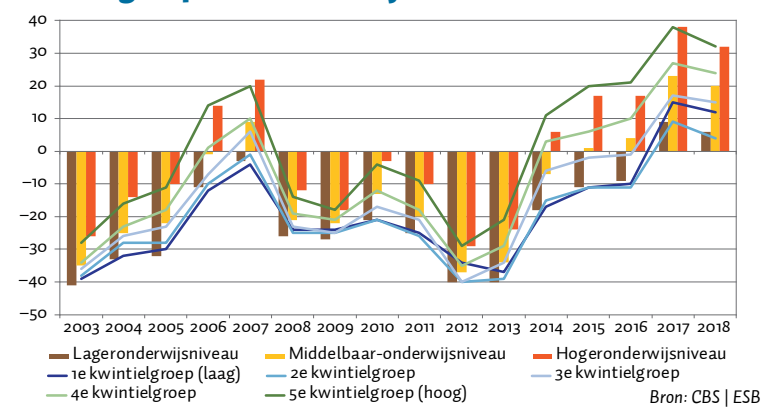
**Literatuur**

Brakel, J.A. van den, S. Krieg en M. Smeets (2017) *Schattingmethodiek voor het consumentenvertrouwen*. CBS-rapport, 210514-14.  
 W. Hogervorst (2019) *Psychologisch dipje leidt niet altijd tot conjunctuurslag*. ESB, 104(4771), 143.  
 Kruijff, R. de, en J. Nieuweboer (2016) *Het vertrouwen onder Nederlandse consumenten nader geanalyseerd*. CBS, De Nederlandse economie, 2016/03.  
 J. de Winter en K. van der Veer (2007) *Consument heeft rooskleurig beeld van economie*. ESB, 92(4515), 462-463.  
 J. de Winter en K. van der Veer (2008) *Voorspelkracht conjunctuurindicatoren eurogebied*. ESB, 93(4530), 136-137.

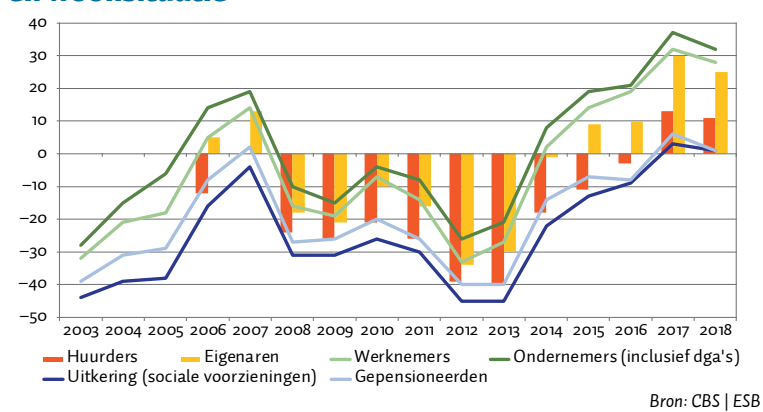
**Consumentenvertrouwen naar geslacht en leeftijdscategorieën** FIGUUR 3



**Consumentenvertrouwen naar inkomenskwintielgroepen en onderwijsniveau** FIGUUR 4



**Consumentenvertrouwen naar inkomensbron en woonsituatie** FIGUUR 5





# Deelindicator van consumentenvertrouwen verklaart consumptie beter

Economen die de conjunctuur volgen, beschouwen dikwijls het consumentenvertrouwen als een indicator van consumptiegroei. Maar welke aspecten van het vertrouwen verklaren de consumptie het beste? En reageren alle consumptiegoederen hetzelfde op veranderingen in vertrouwen?

## IN HET KORT

- De hoofdicatior van het consumentenvertrouwen levert een significante bijdrage aan het verklaren van consumptie.
- Sommige deelindicatoren lijken nog sterker verbonden met de totale consumptie en met consumptiecomponenten.
- Dit geldt vooral voor de financiële situatie, de intentie om een huis te kopen of te bouwen en de intentie om een auto te kopen.

## FRANK VAN ES

Senior econoom bij RaboResearch

## CARLIJN PRINS

Econoom bij RaboResearch

**H**et consumentenvertrouwen geeft economen een indicatie van de kant die de consumptie opgaat. In studies kijken zij daarbij doorgaans naar het effect van de hoofdicatior op de consumptie, en soms naar een enkele deelindicator, in aanvulling op indicatoren als inkomen en werkloosheid. De vraag hierbij is of het sentiment iets anders oppikt dan wat de harde economische cijfers verklaren. De meeste auteurs vinden een bescheiden significante relatie tussen vertrouwensindicatoren en consumptiegroei (Dées en Brinca, 2011; Ludvigson, 2004; Kellstedt et al., 2015).

Er zijn echter aanwijzingen dat onderliggende of zelfs aanvullende sentimentsindicatoren de consumptie beter verklaren dan de hoofdicatior doet (Kellstedt et al., 2015; De Winter en Van der Veer, 2007; 2008). Ook zijn er aanwijzingen dat het vertrouwen een groter effect heeft op de consumptie van duurzame goederen en diensten dan op die van basisbehoeften als voeding en energie. Pessimisme over de economie of het toekomstige inkomen kan er namelijk toe leiden dat mensen meer of vaker sparen uit voorzorg (Browning en Lusardi, 1996; Caroll, 1997). Andersom kan optimisme de aanleg van een financiële buffer voor moeilijke tijden juist verkleinen (Katona, 1975). Dat zou dan zwaarder doorwerken in de consumptie van duurzame goederen en diensten, omdat die in tegenstelling tot de basisbehoeften eenvoudiger kunnen worden uitgesteld.

Wij doen daarom een verdiepende poging om te onderzoeken of deelindicatoren van het consumentenvertrouwen in Nederland, naast harde economische indicatoren, zowel de totale consumptie als de verschillende consumptiecategorieën beter verklaren dan de hoofdicatior doet. Daarnaast bekijken we of bepaalde consumptiegoederen sterker reageren op sentimentsindicatoren dan andere. Deze inzichten helpen ons om consumptie en spaargedrag beter te begrijpen en te verklaren.

## Data

De hoofdicatior van consumentenvertrouwen is een samenstelling van een aantal vragen gericht op algemene macro-economische ontwikkelingen en de persoonlijke financiën. Daarbij worden attitudes gemeten die hierop terugkijken, die over de huidige situatie gaan en die hierop vooruit kijken. De gebruikte vertrouwensindicatoren komen van Eurostat en staan in de rechterkolom van tabel 1. Het betreft de hoofdicatior, bekende deelindicatoren als de 'financiële situatie de komende twaalf maanden' en een aantal aanvullende indicatoren. De data betreffen het saldo van positieve en negatieve antwoorden.

In onze analyse bekijken we de consumptiecategorieën waarvoor het Centraal Bureau voor de Statistiek op maandbasis volumemutaties bekendmaakt. Dit betreft alle hoofdgroepen en enkele subgroepen binnen duurzame en overige goederen. De gehele lijst staat in de linkerkolom van tabel 1. Veel analyses baseren zich op kwartaal-op-kwartaaldata, maar wij beperken ons tot jaar-op-jaarmutaties vanwege databeschikbaarheid.

## Methode

We voeren 1.200 regressies uit, waarbij consumptie steeds de afhankelijke variabele is en consumentenvertrouwen de belangrijkste onafhankelijke variabele. Als controlevariabelen nemen we telkens dezelfde set van harde economische variabelen op, zodat we de toegevoegde waarde van de vertrouwensindicator meten. We komen tot 1.200 regressies, omdat er vijftien consumptiecategorieën zijn, maal zestien consumentenvertrouwensindicatoren die elk nul tot en met vier kwartalen kunnen voorlopen. De complete set resultaten is opvraagbaar bij de auteurs.

Consumptiegroei nemen we enkel met vier vertragingen op als onafhankelijke variabele, omdat er overlappende gegevens in de eerste drie vertragingen zitten door

**In analyse meegenomen consumptiecategorieën en vertrouwensindicatoren** TABEL 1

Totale consumptie	Hoofdindicator consumentenvertrouwen (momenteel samenstelling van Q1, Q2, Q4, Q9)
Goederen	Q1 Financiële situatie, terug
Voedings- en genotmiddelen	Q2 Financiële situatie, vooruit
Voeding	Q3 Economische situatie, terug
Duurzame goederen	Q4 Economische situatie, vooruit
Textiel en kleding	Q5 Prijzen, terug
Lederwaren en schoeisel	Q6 Prijzen, vooruit
Woninginrichting	Q7 Werkloosheid, vooruit
Huishoudelijke apparaten	Q8 Gunstige tijd voor grote aankopen gezien de algemene economische situatie
Huishoudelijke artikelen	Q9 Aankoop duurzame artikelen, vooruit
Voertuigen	Q10 Gunstige tijd voor sparen gezien de algemene economische situatie
Overige goederen	Q11 Geld opzij leggen, vooruit
Motorbrandstoffen	Q12 Huidige financiële situatie van eigen huishouden
Energie	Q13 Auto kopen, vooruit
Diensten	Q14 Woning kopen of bouwen, vooruit
	Q15 Onderhoud/verbetering woning, vooruit

Noot: 'Terug' is de afgelopen twaalf maanden, 'vooruit' is de komende twaalf maanden ESB

het gebruik van jaar-op-jaarmutaties. De harde economische variabelen zijn net als in Öztürk en Stokman (2019, in deze *ESB*) en Kharroubi en Kohlscheen (2017) de groei van de reële huizenprijs (één kwartaal vertraagd), de groei van het reële arbeidsinkomen, verandering in de werkloosheidsvoet, verandering in de reële korte rente, groei van de reële aandelenkoers, en de volatiliteit op de financiële markten (vix). Al deze groeivoeten en veranderingen zijn ten opzichte van een jaar daarvoor, net als de afhankelijke variabele consumptiegroei.

Hoewel alle data op maandbasis bekend zijn (met uitzondering van de laatste drie vertrouwensindicatoren in tabel 1), voeren we de analyse op kwartaalbasis uit. Dit mitigeert het effect van grote maand-op-maandschommelingen en het ontbreken van een koopdagencorrectie in de consumptiecijfers.

Of een vertrouwensindicator een bijdrage levert aan de verklaring van de consumptiegroei, beoordelen we op grond van de statistische significantie van de bijbehorende coëfficiënt (eenprocentniveau of beter, tenzij anders vermeld) en ook of de aangepaste  $R^2$  substantieel verbetert (met ten minste 1,5 procentpunt).

**Resultaten**

We bespreken eerst het effect van vertrouwensindicatoren op de totale consumptiegroei en daarna op de deeltategorieën van de consumptie.

*Totale consumptie*

De regressies van de totale consumptie leveren opvallende resultaten op. Zo is de bijdrage van de hoofdindicator kleiner dan die van een aantal onderliggende en aanvullende indicatoren (tabel 2). De hoofdindicator levert enkel met vier vertragingen een bijdrage, in aanvulling op de zes harde economische variabelen en de vertraagde consumptiegroei.

De coëfficiënt is positief, maar wel slechts statistisch significant op vijf procent, en verhoogt de aangepaste  $R^2$  van 0,83 tot 0,84. Dit suggereert een bescheiden verklarende waarde van de hoofdindicator.

De deelindicator 'de financiële situatie de komende twaalf maanden' (Q2) levert echter met vier vertragingen een sterkere verbetering op van de aangepaste  $R^2$ . De coëfficiënt is positief en significant, hetgeen in lijn is met de theorie over sparen uit voorzorg: als de verwachting is dat het je financieel voor de wind zal gaan, neemt de bereidheid om te consumeren toe en het sparen uit voorzorg af. Hoewel de deelindicator 'men verwacht in de komende twaalf maanden grote uitgaven te doen' (Q9) voor de nul- en een-vertraging ook een aanzienlijke verbetering van de aangepaste  $R^2$  oplevert, vinden we toch een negatieve relatie met de consumptiegroei. Curieus, en niet direct te verklaren.

Verder is het opmerkelijk dat de vraag of mensen 'van plan zijn komend jaar een huis te kopen of te bouwen' (Q14) een nog grotere bijdrage levert aan het verklaren van de consumptiegroei. De aangepaste  $R^2$  stijgt naar 0,86 met nul vertraging, en de coëfficiënt is positief en significant. Deze indicator zegt mogelijk iets over de algehele stemming van de consument over de status van de economie. Een dergelijke grote uitgave overweeg je immers alleen als je verwacht dat het je de komende tijd economisch voor de wind zal gaan. Om die reden is het een goede aanvulling op de harde economische variabelen. Hetzelfde geldt voor de indicator over 'het kopen van een auto in het komende jaar' (Q13). Ook deze verhoogt de aangepaste  $R^2$  substantieel.

We vinden eveneens een belangrijke bijdrage van 'een gunstige tijd om te sparen' (Q10) voor een vertraging van drie kwartalen. De relatie is positief, wat erop kan duiden dat als het inkomen toeneemt, er naast ruimte om te sparen ook ruimte is om uit te geven. Maar de verwachte relatie is ambigu: je kunt ook beargumenteren dat er wordt gespaard in plaats van geconsumeerd als de rente hoog is, wat een negatieve correlatie met consumptie zou opleveren.

Tot slot merken we op dat geen van de drie terugkijkende deelindicatoren in onze analyse – financieel (Q1), economie (Q3) en prijzen (Q5) – een aanvullende verklarende kracht hebben.

*Consumptie categorieën*

Zoals verwacht lijken de consumptie categorieën voedsel, energie en brandstoffen grotendeels ongevoelig voor schommelingen in het vertrouwen van consumenten. Dit soort basisbehoeften kunnen moeilijk worden uitgesteld en zijn daardoor vermoedelijk inelastisch voor sentimentsveranderingen. Substantiële en significante bijdragen van sentimentsindicatoren worden voornamelijk gevonden voor duurzame goederen en in mindere mate voor diensten. Zo levert de hoofdindicator een positieve, substantiële en significante bijdrage aan de verklaring van de consumptie van het totaal van duurzame goederen, huishoudelijke apparaten en voertuigen. Net als voor de totale consumptie zien we deze bijdrages alleen voor de vierkwartalenvertraging (tabel 3). Daarnaast zien we dat voor deze consumptie categorieën de deelindicator 'de financiële situatie, vooruit' (Q2) opnieuw een grotere bijdrage levert dan de hoofdindicator.



Bovendien levert deze deelindicator ook een belangrijke bijdrage aan de verklaring van de huishoudelijke artikelen.

Verder vinden we dat de deelindicatoren die het goed doen voor de totale consumptie, ook voor de verschillende consumptiecategorieën een aanzienlijke bijdrage leveren. Vooral de wijdverspreide impact van 'de intentie om een woning te kopen of te bouwen' (Q14) valt op. Niet alleen nemen de aangepaste  $R^2$  noemenswaardig toe voor de consumptie van goederen die vaak gepaard gaan met het kopen van een huis, zoals huishoudelijke apparaten, maar ook voor voertuigen. Voor 'de intentie om een auto te kopen' (Q13) geldt iets soortgelijks: deze indicator verbetert niet alleen de verklaring van de consumptie van voertuigen (wel met een significantieniveau van slechts vijf procent), maar ook die van huishoudelijke artikelen en diensten.

### Conclusie

De beschikbare informatie over de stemming van consumenten kan beter worden benut. Om ontwikkelingen in de consumptie beter te begrijpen en te verklaren, is het zinvol om naar het verband tussen deelindicatoren van het vertrouwen en subcategorieën van consumptie te kijken. Een aantal relaties zijn logisch te verklaren, zoals die tussen de intentie om een auto te kopen en de consumptie van voertuigen, terwijl andere verrassender zijn. Bijvoorbeeld de relatief grote impact van de intentie om een woning te kopen of te bouwen op zowel de totale consumptie als de verschillende consumptiecategorieën.

### Literatuur

Browning, M. en A. Lusardi (1996) Household saving: micro theories and micro facts. *Journal of Economic Literature*, 34(4), 1797-1855.

Carroll, C.D. (1997) Buffer-stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 1-55.

Dées, S. en P.S. Brinca (2011) *Consumer confidence as a predictor of consumption spending: evidence for the United States and the euro area*. ECB Working Paper, 1349.

Katona, G. (1975) *Psychological economics*. New York: Elsevier.

Kellstedt, P.M., S. Linn en A.L. Hannah (2015) The usefulness of consumer sentiment: assessing construct and measurement. *Public Opinion Quarterly*, 79(1), 181-203.

Kharroubi, E. en E. Kohlscheen (2017) Consumption-led expansions. *BIS Quarterly Review*, maart, 25-37.

Ludvigson, S.C. (2004) Consumer confidence and consumer spending. *The Journal of Economic Perspectives*, 18(2), 29-50.

Öztürk, B. en A. Stokman (2019) Sporen van animal spirits in particuliere consumptie, ESB, 104(4773), 208-210.

Winter, J. de, en K. van der Veer (2007) Consument heeft rooskleurig beeld van economie. ESB, 92(4515), 462-463.

Winter, J. de, en K. van der Veer (2008) Voorspelkracht conjunctuurindicatoren eurogebied. ESB, 93(4530), 136-137.

**Regresieresultaten: Effect indicatoren van vertrouwen op totale consumptie**

TABEL 2

	Kwartalen vertraging	Richting coëfficiënt	Verbetering aangepaste $R^2$	Aangepaste $R^2$
Hoofdindicator	4	+	0,017	0,84
Q2 Financiële situatie, vooruit	4	+	0,028	0,85
Q9 Aankoop duurzame artikelen, vooruit	0, 1*	-	0,018	0,84
Q10 Gunstige tijd voor sparen gezien de algemene economische situatie	3	+	0,021	0,85
Q13 Auto kopen, vooruit	0*, 1	+	0,022	0,85
Q14 Woning kopen of bouwen, vooruit	0*, 1, 2, 3	+	0,036	0,86

Noot: De tabel geeft enkel de resultaten voor de variabelen waarvoor de aangepaste  $R^2$  ten minste 1,5 procentpunt verbetert en de  $p$ -waarde van de coëfficiënt van de vertrouwensindicator kleiner is dan 0,01 (met uitzondering van de hoofdindicator, daarvoor is de  $p$ -waarde kleiner dan 0,05) \* Staat achter de vertraging die grootste verbetering van de aangepaste  $R^2$  laat zien, en voor die vertragingen zijn de waarden en verbeteringen van de aangepaste  $R^2$  weergegeven

ESB

**Regresieresultaten: Effect indicatoren van vertrouwen op consumptie categorieën**

TABEL 3

	Kwartalen vertraging	Richting coëfficiënt	Verbetering aangepaste $R^2$	Aangepaste $R^2$
<b>Hoofdindicator</b>				
Duurzame goederen	4	+	0,026	0,72
Huishoudelijke apparaten	4	+	0,031	0,58
Voertuigen	4	+	0,075	0,34
<b>Q2 Financiële situatie, vooruit</b>				
Duurzame goederen	0*, 3, 4	+	0,028	0,72
Huishoudelijke apparaten	4	+	0,042	0,59
Huishoudelijke artikelen	0, 1, 2, 3*, 4	+	0,107	0,53
Voertuigen	0*, 2, 4	+	0,083	0,35
<b>Q13 Auto kopen, vooruit</b>				
Huishoudelijke artikelen	0, 1*, 2, 3, 4	+	0,119	0,54
Voertuigen	0	+	0,046	0,31
Diensten	0*, 1	+	0,026	0,85
<b>Q14 Woning kopen of verbouwen, vooruit</b>				
Goederen	2	+	0,028	0,73
Duurzame goederen	0*, 2, 3	+	0,038	0,73
Huishoudelijke artikelen	0*, 1, 2, 3, 4	+	0,073	0,50
Voertuigen	0*, 1, 2	+	0,093	0,36

Noot: De tabel geeft enkel de resultaten voor de variabelen waarvoor de aangepaste  $R^2$  ten minste 1,5 procentpunt verbetert en de  $p$ -waarde van de coëfficiënt van de vertrouwensindicator kleiner is dan 0,01 (met uitzondering van de coëfficiënt voor de intentie om een auto te kopen, daarvoor is de  $p$ -waarde kleiner dan 0,05) \* Staat achter de vertraging die grootste verbetering van de aangepaste  $R^2$  laat zien, en voor die vertragingen zijn de waarden en verbeteringen van de aangepaste  $R^2$  weergegeven

ESB

# Sporen van animal spirits in particuliere consumptie

Oefent het vertrouwen dat consumenten in de economie hebben een zelfstandige invloed uit op hun bestedingsgedrag, los van de objectieve staat van de economie? Dit is sinds Keynes een frequent terugkerend thema onder economen. Wij analyseren de rol van deze *animal spirits* in zowel de Verenigde Staten als Europa.

## IN HET KORT

- Animal spirits hebben aantoonbaar effect op het bestedingsgedrag van huishoudens.
- De particuliere consumptiegroei kan substantieel hoger uitvallen bij optimistische animal spirits en lager bij pessimistische.
- Het geschatte effect is tot 0,2 procentpunt van een kwartaal-opkwartaalgroei van 0,3 procent in Europa en 0,4 van 0,7 in de VS.

## BAHAR ÖZTÜRK

Econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB)

## AD STOKMAN

Econoom bij DNB

Het consumentenvertrouwen is een goede graadmeter voor ontwikkelingen in de particuliere consumptie. Figuur 1 laat zien dat beide behoorlijk gelijk oplopen in het eurogebied. Daarmee is nog niet gezegd dat vertrouwen ook een zelfstandige invloed op het bestedingsgedrag van consumenten uitoefent, bovenop de invloed van, bijvoorbeeld, inkomen en vermogens. De economische literatuur is hier niet eenduidig over.

Toch zijn hier wel aanwijzingen voor. Volgens Akerlof en Shiller (2009) liggen zogenoemde *mental movements* oftewel *animal spirits* aan de basis van het consumentengedrag en vormen ze een belangrijke verklaring voor de Great Depression in de jaren dertig. Zij halen Keynes aan, die schreef: “*Most, probably, of our decisions to do something positive, the full consequences of which will be drawn out over many days to come, can only be taken as a result of animal spirits—of a spontaneous urge to action rather than inaction, and not as the outcome of a weighted average of quantitative benefits multiplied by quantitative probabilities.*” (Keynes, 1936)

Wat het belang is van animal spirits, is in essentie een empirische vraag. Eerder suggereerde Blanchard (1993) dat de oorzaak van de Amerikaanse recessie van 1990/1991 waarschijnlijk gezocht moest worden in een krachtige, langdurige negatieve consumptieschok onder de invloed van een exogene golf van pessimisme. Op basis van een structureel model concludeert Blanchard et al. (2013) dat animal spirits (‘noise shock’) een belangrijke rol spelen bij de verklaring van de kortetermijndynamiek in de consumptie. Volgens Déés en Zimic (2013) verklaren ‘noise shocks’

bijna de helft van de conjunctuurgolven op de korte termijn. Daarentegen laten Barsky en Sims (2012) zien dat consumentenvertrouwen wel nieuws reflecteert, maar geen zelfstandige aanjager is van consumptieve bestedingen. Dit laatste staat bekend als de *news view*. Volgens Ludvigson (2004) kan er aan animal spirits hooguit een bescheiden rol worden toegekend.

Wij dragen aan deze empirische vraag bij door te onderzoeken in hoeverre de volumegroei van de particuliere consumptie in de Verenigde Staten, het eurogebied, het Verenigd Koninkrijk, Noorwegen, Zweden en Nederland wordt beïnvloed door het consumentenvertrouwen. De hier bekeken Europese landen beslaan samen 93 procent van het bruto binnenlands product (bbp) in de Europese Unie (EU). Het tijdvak van onze analyse loopt van het eerste kwartaal van 1995 tot en met het derde kwartaal van 2018.

Het antwoord op deze vraag draagt bij aan een betere beschrijving en een beter begrip van consumptiegedrag in de economische modellen, zoals bijvoorbeeld het DELFI-model van De Nederlandsche Bank (DNB), en daarmee aan het maken van betere voorspellingen. Voor de beleidsmaker is de kwantificering van animal spirits met name relevant als zich onvoorziene omstandigheden voordoen. Het kan hem helpen bij het duiden van de mogelijke invloed hiervan op de economie, naast die van de *usual suspects*.

## Empirische bevindingen

De data voor het consumentenvertrouwen in de EU-landen komen van de Europese Commissie (EC). De samenstelling van het consumentenvertrouwen is onlangs aangepast, en zou daardoor volgens de EC een betere indicatie bieden van de voorziene consumptieve uitgaven van huishoudens. De overall-indicator is het ongewogen gemiddelde van vier deelindicatoren die betrekking hebben op huishoudens (zie figuur 2 voor Nederland). Het gaat dan om verwachtingen ten aanzien van het doen van grote aankopen in de komende twaalf maanden; om oordeel over de verwachte algemene economische situatie in de komende twaalf maanden; om oordeel over de eigen financiële situatie in de afgelopen twaalf maanden; en om verwachtingen ten aanzien van de eigen financiële situatie voor de komende twaalf maanden. De samenstelling van de herziene indicator van de EC komt sterk overeen met die welke het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) sinds jaar en dag voor Nederland hanteert. In de CBS-index komt ook nog, als deelindicator, de beoordeling voor van de algemene situatie in de afgelopen twaalf maanden.

Aan de hand zowel van een Granger-causaliteitstoets als van een regressie die de studie van Kharroubi en Kohlscheen



(2017) volgt, toetsen we of de animal spirits een zelfstandige invloed uitoefenen op de kwartaal-op-kwartaal-volumegroei van de particuliere bestedingen. Animal spirits zijn gedefinieerd als een tijdelijke afwijking van het onderliggende beloop in het consumentenvertrouwen.

### Granger-causaliteitstesten

Volgens de Granger-causaliteitstoetsen leiden veranderingen in vertrouwen tot mutaties in bestedingen en niet andersom. Voor alle onderzochte landen wordt de hypothese dat causaliteit niet loopt van veranderingen in vertrouwen  $\Delta cv$  naar mutaties in bestedingen  $g(\text{cons})$  verworpen. Voor een causaliteit in tegengestelde richting – van consumptiegroei naar vertrouwen – bestaan geen aanwijzingen. Voor Nederland is deze bevinding slechts significant bij een betrouwbaarheidsdrempel van tien procent (tabel 1) als we net als voor de andere onderzochte landen een vertraging van twee kwartalen meenemen. Bij een vertraging van vier kwartalen neemt de significantie van de causaliteit van vertrouwen naar bestedingen voor Nederland aanmerkelijk toe.

### News-viewregressie

Met een *news-view*-regressie nemen wij de samenhang tussen consumptiegroei en consumentenvertrouwen nader onder de loep. Veranderingen in het consumentenvertrouwen en de consumptiegroei worden bepaald door dezelfde set aan economische informatie  $X_t$ . Het residu  $v_t$  uit de regressie voor het vertrouwen (vergelijking (1)) is dan in de vergelijking voor de consumptiegroei een proxy voor animal spirits. Als het residu in (1) statistische ruis is, zal dit geen significante betekenis hebben voor de verklaring van de consumptiegroei. Dit zou steun bieden aan de *news-view*-hypothese voor consumentenvertrouwen. Levert het residu daarentegen wel een significante bijdrage, dan interpreteren wij dit als een aanwijzing voor de aanwezigheid van animal spirits, zoals bedoeld door Keynes (“*a spontaneous urge to action*”).

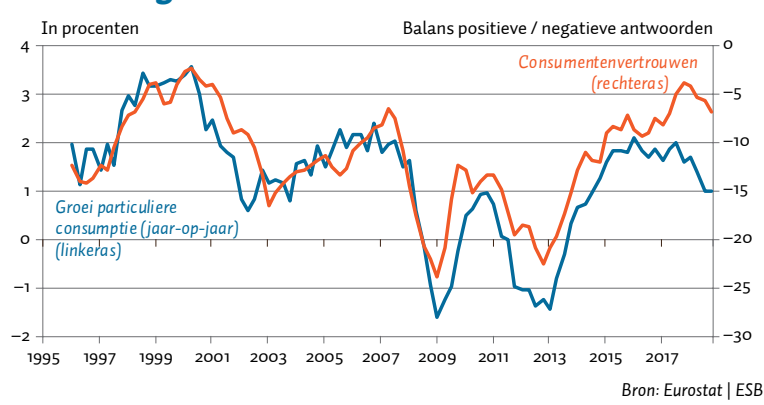
De volgende vergelijkingen geven beide regressies weer:

$$\Delta cv_t = \alpha + \beta_1 \Delta cv_{t-1} + \beta_2 cv_{t-2} + \beta_3 X_t + v_t \quad (1)$$

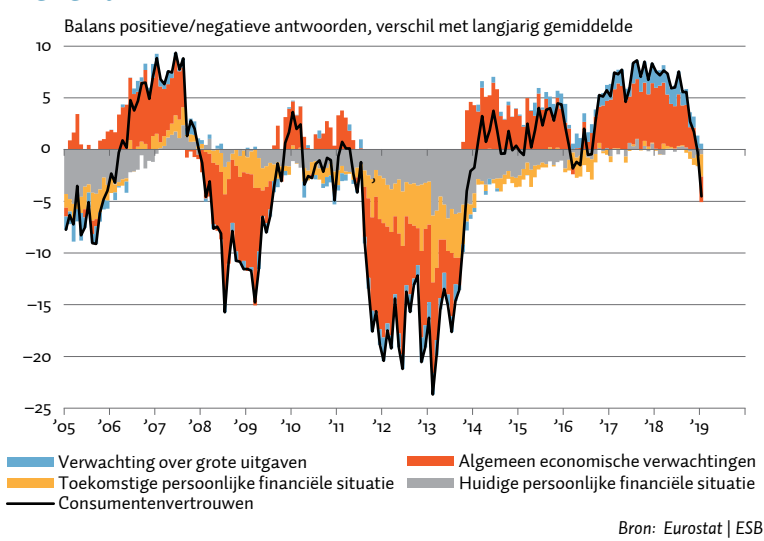
$$g(\text{cons}_t) = \gamma + \delta_1 g(\text{cons}_{t-1}) + \delta_2 g(\text{cons}_{t-2}) + \delta_3 X_t + \mu \text{gem}(v_t / \sigma v_t) + \varepsilon_t \quad (2)$$

De verklarende variabelen in de set van economische informatie  $X_t$  zijn de groei van de reële huizenprijs, de groei

**Consumentenvertrouwen en groei consumptie in het eurogebied** **FIGUUR 1**



**Samenstelling van consumentenvertrouwen in Nederland** **FIGUUR 2**



van het reële arbeidsinkomen, de verandering in de reële korte rente en de veranderingen in de volatiliteit op de financiële markten, waaraan toegevoegd zijn de verandering in de werkloosheidsvoet en de stijging van de reële aandelenkoers.

Voor een goede vergelijking tussen de landen is het residu  $v_t$  uit (1) in (2) geschaald met de standaarddeviatie van  $v_t$ . Daarvan is weer het gemiddelde genomen over twee afgelopen kwartalen. Alleen voor Nederland leveren de



Granger-causaliteitstoetsen

TABEL 1

p-waarde <sup>1</sup>	Hypothese: causaliteit loopt niet ...	
	van vertrouwen naar consumptie	van consumptie naar vertrouwen
Verenigde Staten	0,02	0,11
Eurogebied	0,00	0,91
Verenigd Koninkrijk	0,00	0,33
Noorwegen	0,02	0,57
Zweden	0,00	0,33
Nederland	0,09	0,64

<sup>1</sup> Kleine p-waarde leidt tot verwerping van de hypothese

ESB

Samenvatting schattingsresultaten van het effect van animal spirits op consumptie

TABEL 2

	Coëfficiënt voor animal spirits ( $\mu$ )	R <sup>2</sup> inclusief animal spirits	R <sup>2</sup> exclusief animal spirits
Verenigde Staten	0,18***	0,51	0,45
Eurogebied	0,10***	0,55	0,51
Verenigd Koninkrijk	0,17**	0,45	0,43
Noorwegen	0,23*	0,29	0,27
Zweden	0,21**	0,30	0,27
Nederland	0,24**	0,39	0,37

\*/\*\*/\*\*\* Significant en positief op respectievelijk tien-, vijf- en eenprocentniveau  
Noot: schatting van vergelijking 2 met ordinary least-squares

ESB

afgelopen vier kwartalen significantere resultaten op.

In het eurogebied en apart ook Nederland blijken veranderingen in het consumentenvertrouwen voor een aanzienlijk deel te kunnen worden beschreven aan de hand van de zes determinanten uit de set met economische informatie ( $R^2 = 0,51$  resp.  $0,47$ ). Voor de andere landen varieert de verklaaringsgraad van 0,20 tot 0,35. De schattingsuitkomsten in deze regressie hebben ook plausibele tekens.

Om het residu van de consumentenvertrouwensregressie te mogen gebruiken als verklarende variabele in de regressie voor de groei van de consumptie, mag het toevoegen van de consumptiegroei zelf aan de consumentenvertrouwensregressie niets uitmaken en moet het vertrouwensniveau telkens weer terugkeren tot normaal. Vertraagde consumptiegroei blijkt inderdaad in geen van de voorkomende gevallen significant, en speelt dus geen rol bij de vertrouwensvorming. Het vertraagde niveau van het consumentensentiment is voor alle landen wel significant in de vertrouwensvergelijkingen met een negatief teken. Met andere woorden, in alle landen is er een tendens naar terugkeer van het vertrouwensniveau naar neutraal. Daarnaast laten de toetsen op autocorrelatie zien dat de residuen in de vertrouwensvergelijkingen voor de vijf landen en het eurogebied tot en met acht kwartalen vertraging geen autocorrelatie vertonen.

Animal spirits dragen in alle gevallen positief bij aan de verklaring van de particuliere consumptiegroei, zie tabel 2. Behalve in Noorwegen is deze bijdrage ook significant op het betrouwbaarheidsniveau van 95 procent en hoger. De

significantie is het hoogst voor de VS en het eurogebied. Voor de VS is het geschatte effect bijna twee keer zo groot als voor het eurogebied.

Het toevoegen van de animal spirits-proxy levert bovendien een aanzienlijke verbetering op bij de verklaring van de consumptiegroei, met name voor de VS: de  $R^2$  stijgt van 0,45 naar 0,51 (tabel 2, kolom 3 en 4). De verbetering van de  $R^2$  is in het eurogebied gemiddeld genomen een derde kleiner dan voor de VS, en inclusief het VK, Noorwegen en Zweden de helft kleiner.

Substantieel en robuust

De directe bijdrage van animal spirits aan de kwartaal-op-kwartaal consumptiegroei varieert in de VS van  $-0,3$  tot  $0,3$  à  $0,4$  procentpunt, en in het eurogebied van  $-0,2$  tot  $0,2$  procentpunt. De gemiddelde kwartaal-op-kwartaal consumptiegroei belooft  $0,7$  procent in de VS en  $0,3$  procent in het eurogebied.

De gevonden resultaten lijken robuust. Als we de informatieset bijvoorbeeld uitbreiden met de ruwe-olieprijs dan heeft dit geen gevolgen. Ook het weglaten van de financiële-crisiskwartalen 2008:III tot en met 2009:IV is niet van invloed op onze bevindingen. Een Chow-forecasttoets over de afgelopen tien jaar (2009:IV–2018:III) leidt niet tot verwerping van de stabiliteit van de landenrelaties.

Conclusie

Omdat het consumentenvertrouwen grillig is, zou het vaak een 'vals alarm' afgeven (Hogervorst, 2019). Ons onderzoek suggereert echter dat in Nederland en daarbuiten psychologische *down- of upswings* wel degelijk tot systematisch en aanmerkelijk consumptief gedrag aanleiding geven. Het monitoren van consumentensentiment dient daarmee een tweeledig doel: als vroegtijdige indicator en als determinant van bestedingen. Om die reden zijn veranderingen in het consumentenvertrouwen als verklarende variabele toegevoegd aan de consumptievergelijking in het macro-model DELFI van DNB (2018).

Literatuur

Akerlof, G.A. en R.J. Shiller (2009) *Animal spirits: how human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*. Princeton: Princeton University Press.

Barsky, R.B. en E.R. Sims (2012) Information, animal spirits, and the meaning of innovations in consumer confidence. *The American Economic Review*, 102(4), 1343–1377.

Blanchard, O. (1993) Consumption and the recession of 1990–1991. *The American Economic Review*, 83(2), 270–274.

Blanchard, O.J., J.-P. L'Huillier en G. Lorenzoni (2013) News, noise, and fluctuations: an empirical exploration. *The American Economic Review*, 103(7), 3045–3070.

Dées, S. en S. Zimic (2016) *Animal spirits, fundamental factors and business cycle fluctuations*. ECB Working Paper, 1953.

DNB (2018) *DELFI 2.0, DNB's macroeconomic policy model of the Netherlands*. DNB Occasional Studies, 16–5.

Hogervorst, W. (2019) Psychologisch dipje leidt niet altijd tot een conjunctuur-omslag. ESB, 104(4771), pag.–pag.

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

Kharroubi, E. en E. Kohlscheen (2017) Consumption-led expansions. *BIS Quarterly Review*, maart, 25–37.

Ludvigson, S.C. (2004) Consumer confidence and consumer spending. *The Journal of Economic Perspectives*, 18(2), 29–50.www



# Consumentenvertrouwen wereldwijd op hoog niveau

Internationale vergelijkingen van consumentenvertrouwen zijn zeldzaam, en er is nog maar weinig bekend over de betekenis van verschillen in economische vooruitzichten. Een wereldwijde vertrouwensindex voor consumenten in 64 landen verschaft belangrijke informatie over het consumentengedrag.

## IN HET KORT

- Vooral consumenten in Azië-Oceanië en Noord-Amerika (sinds 2017) zijn optimistischer geworden.
- Er zijn systematische verschillen in het vertrouwensniveau tussen landen; Europa is het minst optimistische continent.
- Deze niveaoverschillen tussen landen hangen wellicht samen met verschillen in vrij besteedbaar inkomen

## BART VAN ARK

Hoofdeconoom bij The Conference Board en hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen (RUG)

## ABDUL ERUMBAN

Senior econoom bij The Conference Board en universitair docent aan de RUG

Consumentenvertrouwen is een veelgebruikte maatstaf om zowel de vooruitzichten voor de economie als de ontwikkeling van toekomstige consumentenuitgaven te voorspellen. Momenteel beschikken 72 landen over een eigen consumentenvertrouwensindex (Curtin, 2019). Sinds 1967 meet The Conference Board® het consumentenvertrouwen in de Verenigde Staten (VS). In 2018 heeft The Conference Board® een reeds bestaande wereldwijde consumentenvertrouwensindex overgenomen van Nielsen, een bedrijf dat consumentengedrag meet en analyseert.

In dit artikel bespreken we de samenstelling van deze wereldwijde consumentenvertrouwensindex, alsmede de resultaten voor het eerste kwartaal van 2019, en plaatsen die in historisch perspectief. Tevens gaan we in op de vraag hoe een dergelijke wereldwijde index gebruikt kan worden voor het verkrijgen van inzicht over de stand van de economie en het consumentengedrag in een internationaal vergelijkend perspectief.

## Wereldwijd consumentenvertrouwen meten

The Conference Board® Global Consumer Index wordt ieder kwartaal gemeten in samenwerking met Nielsen. De index is de meest veelomvattende consumentenvertrouwensindex ter wereld. De enquête behelst 64 landen, in vergelijking met 24 landen in de IPSOS/Reuters index, 32 landen in de geharmoniseerde indices van de Europese Unie (28 lidstaten en vier kandidaatlanden) en 36 landen voor de indices uitgegeven door de OESO. De 64 landen in

de huidige steekproef bestrijken twee derde van de wereldbevolking en meer dan driekwart van het wereldwijde bruto binnenlands product (bbp) in 2018. Bovendien zijn 28 van de 64 landen opkomende economieën of ontwikkelingslanden.

Voor elk land wordt een panel van 500 huishoudens gehanteerd op basis van een online enquête. (China is een uitzondering, aangezien daar ook persoonlijke interviews worden afgenomen.) In totaal worden er voor deze survey dus meer dan 32.000 huishoudens geënquêteerd. Hoewel de steekproef daarom niet gelijkmatig representatief is voor landen van een verschillende grootte, worden de antwoorden wel gewogen naar leeftijd en geslacht (en in de VS ook naar inkomensniveau) om ze meer representatief te maken voor het land in kwestie.

De index van het consumentenvertrouwen wordt berekend aan de hand van antwoorden op drie kernvragen: ten eerste de vooruitzichten met betrekking tot de beschikbaarheid van werk in de komende twaalf maanden; ten tweede de inschatting van de eigen persoonlijke financiële situatie in de komende twaalf maanden; en ten derde de perceptie of het momenteel het juiste moment is om zaken aan te schaffen, gegeven de prijs van goederen en diensten. Respondenten geven op elke vraag een antwoord variërend van 'uitstekend', 'goed', 'niet zo goed', 'slecht' en 'weet niet'. De antwoorden worden gewaardeerd als 200 voor 'uitstekend',  $2/3 \times 200$  voor 'goed',  $1/3 \times 200$  voor 'niet zo goed' en 0 voor 'slecht'.

De uiteindelijke index kan dus tussen 0 en 200 liggen, waarbij 0 een extreem pessimisme suggereert wanneer alle respondenten op alle vragen 'slecht' antwoorden, en 200 wanneer alle respondenten op alle vragen 'uitstekend' antwoorden. Als we een gelijke verdeling van alle antwoorden hebben, zal de index de gemiddelde waarde van 100 aannemen, wat de grens is waarboven de gemiddelde consument als optimistisch wordt beschouwd en daaronder als pessimistisch.

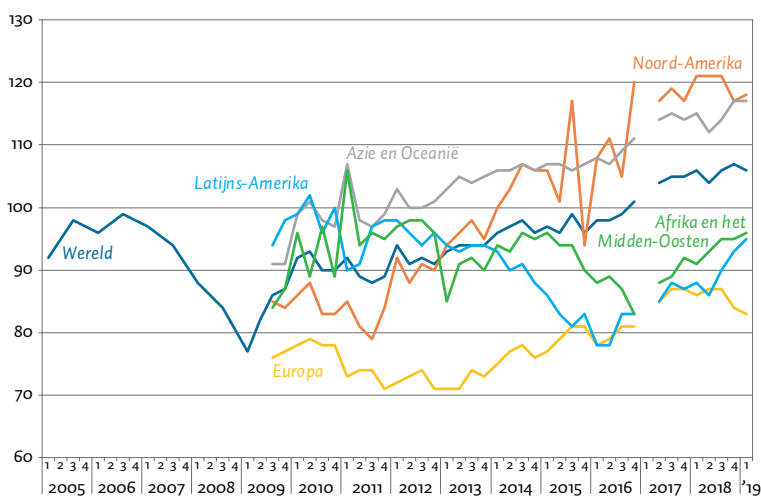
Behalve deze drie hoofdvragen bevat de enquête nog acht andere vragen met betrekking tot gerelateerde onderwerpen, zoals de verwachting van de consument inzake een recessie, de belangrijkste bronnen van zorgen bij de consument (zoals de stand van de economie, baanzekerheid, prijsstijgingen, schulden of politieke stabiliteit) en de bestedingsplannen voor specifieke consumptie-categorieën.

Aangezien de vragenlijst via het internet wordt afgenomen, heeft de enquête alleen betrekking op online-consumenten en is dus niet geheel representatief voor alle consumenten. Voor ieder land wordt er een minimale rapportagestandaard van zestig procent internetpenetratie

The Conference Board® Consumer Confidence Index is beschikbaar via [www.conference-board.org](http://www.conference-board.org)

Consumentenvertrouwen per werelddeel

FIGUUR 1



Noot: In 2005-2008 zijn de gegevens halfjaarlijks en voor het tweede en vierde kwartaal geïnterpoleerd.

Bron: The Conference Board\* | ESB

gehanteerd, of is er een online-populatie van ten minste tien miljoen consumenten vereist. Met name in opkomende markten, waar internetpenetratie nog relatief laag is, kan het gemiddelde gedrag van internetgebruikers aanzienlijk verschillen van het gemiddelde gedrag van alle consumenten.

Figuur 1 laat de ontwikkeling zien van de resultaten voor de wereldeconomie sinds 2005 en voor de vijf grote regionale markten sinds het derde kwartaal van 2009. Voor de gehele periode is er een redelijk continue opwaartse wereldwijde trend waar te nemen, hetgeen grotendeels bepaald wordt door consumenten in Azië-Oceanië en Noord-Amerika, waar zowel de trend als de niveaus in het algemeen positief zijn. Bijna alle opkomende Aziatische economieën vertonen een zeer positief consumentenvertrouwen, wat minder het geval is in andere regio's. Europa heeft historisch gezien het laagste niveau van consumentenvertrouwen in de wereld, liet sinds 2015 verbetering zien, maar bereikte zijn meest recente piek in het laatste kwartaal van 2017.

### Vergelijkbaarheid consumentenvertrouwen

Voor een vergelijking van de economische vooruitzichten tussen landen is vooral het verloop van de consumentenvertrouwensindex over de tijd van belang. Als in het ene land de index harder groeit dan in het andere land, kan een uitspraak worden gedaan over hoezeer de economische vooruitzichten aangaande die landen verschillen, zie bijvoorbeeld Golinelli en Parigi (2004).

De interpretatie van verschillen qua niveau van het consumentenvertrouwen tussen landen op een bepaald moment in de tijd is echter minder voor de hand liggend. Er blijken namelijk systematische niveauverschillen tussen landen te bestaan die niet direct gerelateerd kunnen worden aan de stand van de economie. Zo toont figuur 1 dat consumenten in Noord-Amerika (de VS en Canada) al sinds 2005 optimistischer zijn dan consumenten in Europa. In Azië blijken consumenten, bijvoorbeeld in India, structureel optimistischer te zijn dan consumenten in Zuid-Korea.

Het is niet eenvoudig om eenduidig te verklaren waarom niveauverschillen tussen landen zo aanhoudend kunnen zijn. Culturele of zelfs psychologische verschillen kunnen mogelijk een rol spelen (Golinelli en Parigi, 2004). Maar het is ook mogelijk dat er een structureel verschil bestaat in het optimisnivea tussen consumenten in ontwikkelde en in opkomende economieën, waarbij in het laatste geval een recent ontstane middenklasse die relatief sterk vertegenwoordigd is in de internet-survey, veel positiever tegen de wereld aankijkt dan een al langer bestaande middenklasse in welvarende landen.

Een andere mogelijke verklaring voor verschillen in het niveau van consumentenvertrouwen biedt het aandeel van het inkomen dat vrij besteedbaar is. In de VS is dit groter dan in veel Europese landen. Huishoudens met een groter vrij besteedbaar deel van het inkomen reageren positiever op verbeterde verwachtingen qua werk of persoonlijke financiën en stellen dan sneller hun bestedingsintenties naar boven bij. Daarentegen zullen consumenten in economieën met minder vrije bestedingsruimte minder positief reageren op verbeteringen, terwijl zij sneller negatief reageren op verslechterende omstandigheden.

De niveauverschillen in consumentenvertrouwen verschaffen daarom nuttige aanvullende informatie voor de ontwikkeling van consumentenuitgaven. De mate van optimisme (indien boven de 100) of pessimisme (indien beneden de 100) kan namelijk een verschil maken in de bereidheid van consumenten om bij een verandering in vertrouwen meer of minder extra te consumeren. Het blijkt namelijk dat bij dezelfde toename in vertrouwen de consumenten met een relatief hoog vertrouwensniveau meer geneigd zijn om extra uit te geven dan consumenten die een lager vertrouwensniveau hebben.

### Tot slot

Er is nog weinig onderzoek gedaan naar de voorspelkracht van verschillen in consumentenvertrouwen tussen landen voor de economische vooruitzichten in het algemeen en voor de consumentenuitgaven meer in het bijzonder. Met name verschillen in consumentenvertrouwen kunnen wellicht deels worden verklaard uit culturele en psychologische verschillen tussen landen wat betreft het uiten van meer of minder vertrouwen. Bij zulk toekomstig onderzoek kunnen bijvoorbeeld de historische data van de aanvullende vragen in 'The Conference Board' Global Consumer Index beter worden benut – met name de antwoorden op andere vragen, zoals het ingeschatte risico van recessie, de voornaamste redenen voor zorgen onder consumenten, en de specifieke bestedingsplannen voor diverse consumptie categorieën.

### Literatuur

Curtin, R.T. (2019) *Consumer expectations: micro foundations and macro impact*. Cambridge, VK: Cambridge University Press.

Golinelli, R. en G. Parigi (2004) Consumer sentiment and economic activity: a cross country comparison. *Journal of Business Cycle Measurement and Analysis*, 1(2), 147-170.

The Conference Board® Global Consumer Confidence Index (2019) Q1 2019 Highlights, april. Te vinden op [www.conference-board.org](http://www.conference-board.org).

Consumentenvertrouwen in het eerste kwartaal van 2019

KADER 1

De Global Consumer Confidence Index in het eerste kwartaal van 2019 (The Conference Board®, 2019) daalde licht – met één punt – tot 106, na een historisch hoogtepunt (sinds het begin van de index in 2005) te hebben bereikt in het laatste kwartaal van 2018. De helft van de 36 ontwikkelde economieën zag een afname van het vertrouwen, terwijl 15 van de 28 opkomende markten een toename van het vertrouwen zagen. Daarmee werd de verzwakking van het consumentenvertrouwen in veel van de ontwikkelde economieën grotendeels gecompenseerd door een verbetering in veel van de opkomende markten.

Figuur 2 toont een ‘heatmap’ met betrekking tot het niveau van het consumentenvertrouwen in het eerste kwartaal van 2019. Het niveau van het consumentenvertrouwen in Nederland was in het eerste kwartaal van 2019 relatief positief, namelijk 108 – een toename van drie punten sinds het laatste kwartaal van 2018, en na Denemarken (119) het op-

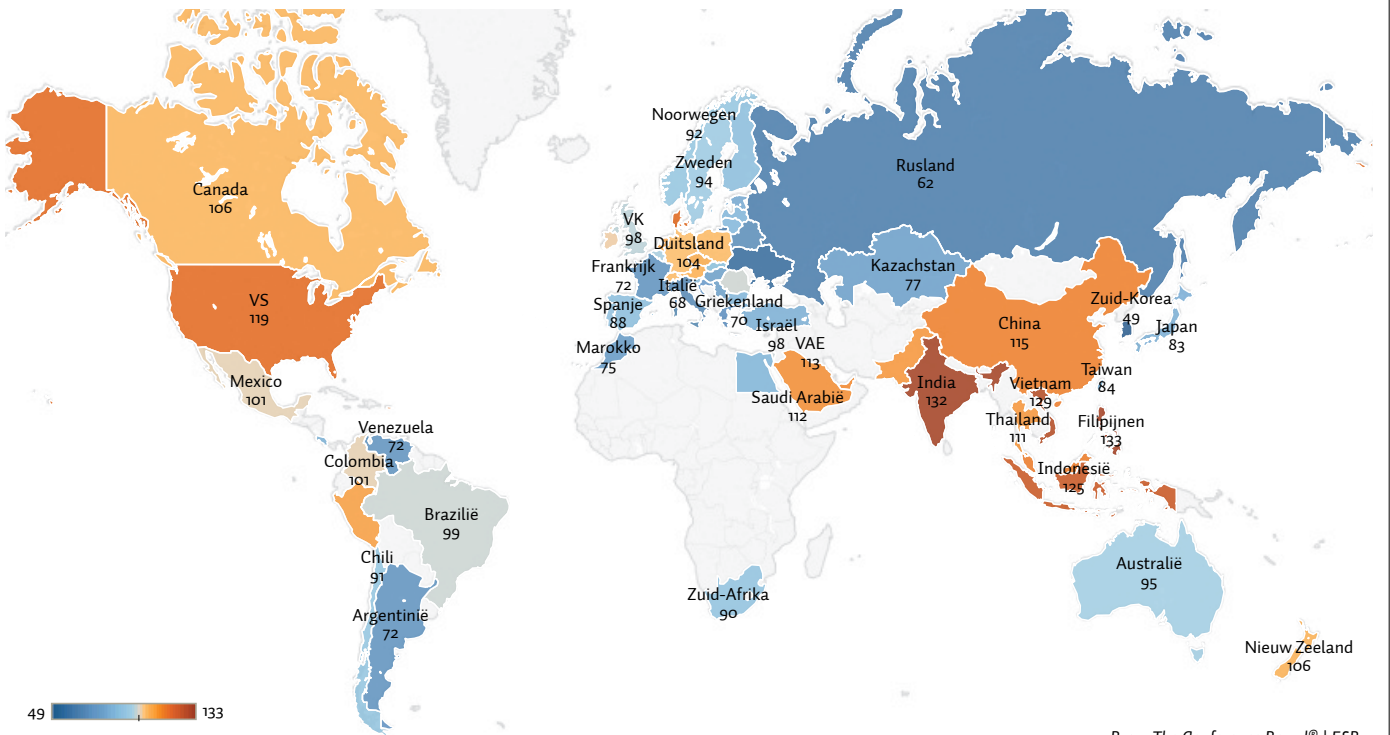
een na hoogste niveau in Europa. Het gemiddelde niveau van het consumentenvertrouwen in de eurozone lag aanzienlijk lager, namelijk op 87 punten. Wereldwijd antwoordde 58 procent van de consumenten dat het perspectief op werk in de komende twaalf maanden ‘uitstekend’ of ‘goed’ was. Met name de Aziatische en Noord-Amerikaanse consumenten hadden een positieve kijk op de beschikbaarheid van banen. Consumenten in verschillende landen in Europa uitten meer bezorgdheid, waarbij Nederland met 63 procent een van de positieve uitzonderingen was.

Wereldwijd had 63 procent van de consumenten een positieve kijk op hun persoonlijke financiën. In Nederland werd vrijwel hetzelfde percentage bereikt, namelijk 62 procent – wat hoger is dan het niveau in Duitsland.

Ondanks een relatief positief sentiment met betrekking tot de vooruitzichten op werk en persoonlijke financiën zijn consumenten wereldwijd voorzichtig-

ger ten aanzien van hun intenties om momenteel goederen en diensten aan te schaffen. Slechts de helft van de consumenten wereldwijd beweert dat dit een ‘uitstekende’ of ‘goede’ tijd is om geld uit te geven. Intenties om bestedingen te doen lijken enigszins verzwakt te zijn in Noord-Amerika en in Europa, maar is in Nederland daarentegen een beetje toegenomen tot 55 procent.

Al met al weerspiegelt de bescheiden daling van het wereldwijde consumentenvertrouwen de onzekerheid van consumenten over waar de economie naartoe gaat in 2019. De huidige resultaten lijken wellicht te suggereren dat het wereldwijde consumentenvertrouwen een piek bereikt heeft, hetgeen waakzaamheid vereist aangezien de wereldwijde economische groei in de komende kwartalen geleidelijk kan vertragen. Maar ondanks de voorzichtigheid van de consument met betrekking tot de uitgaven lijkt een terugval niet ophanden te zijn.



Bron: The Conference Board® | ESB

VAN ZANTEN

Roger Klaassen



# Nieuwe conjunctuurindicator voorspelt afvlakking groei in 2019

De DNB-conjunctuurindicator, een instrument met als doel om omslagen in de Nederlandse conjunctuur tijdig te signaleren, is herzien. Hoe is deze nieuwe indicator tot stand gekomen?

## IN HET KORT

- De nieuwe indicator gebruikt, in plaats van de industriële productie, de groei van het bbp als referentiereeks.
- De indicator blijkt redelijk in staat om omslagpunten uit het recente verleden te signaleren.
- De indicator voorziet dat de bbp-groei in het tweede kwartaal van 2019 uitkomt onder de trendgroei.

## BAS BUTLER

Econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB)

## MAIKEL

VOLKERINK  
Econoom bij DNB

## CAROLINE LIQUI LUNG

Promovendus aan de Paris School of Economics

De DNB-conjunctuurindicator wordt sinds 1999 gepubliceerd op de website van DNB. Het is een zogenoemde *composite leading indicator* (CLI). Dit zijn puur statistische instrumenten: op basis van enkele variabelen die nauw samenhangen met de conjunctuur en daarop voorlopen, wordt er een *voorlopende indicator* samengesteld die tot doel heeft omslagpunten in de conjunctuur tijdig te signaleren. CLI's zijn dus van een ander kaliber dan de grootschalige modellen als DELFI (DNB) of SAFFIER (CPB), die gericht zijn op het consistent ramen van een groot aantal macro-economische grootheden.

Het is gebruikelijk om CLI's na een aantal jaren te herijken en te herzien. Na de constructie ervan in 1988, werd de DNB-conjunctuurindicator drie keer eerder gereviseerd: in 1998, 2006 en 2011. Directe aanleiding voor de huidige revisie is dat de referentiereeks en de voorlopende indicator in de jaren 2014–2016 uit de pas liepen. Daarnaast is er opnieuw gekeken naar de voorspellende waarde van meer dan tachtig indicatoren waarmee de referentiereeks geïkht wordt. Deze twee stappen worden hieronder beschreven. Daarna presenteren we de nieuwe indicator, en laten we zien in hoeverre deze de omslagpunten in de conjunctuur tijdig voorspelt.

## Herziening referentiereeks

In navolging van andere instituten is in de nieuwe indicator gekozen voor een geïnterpoleerde groei van het bruto binnenlands product (bbp) (jaar-op-jaar) als referentiereeks.

De oude indicator had de industriële productie als referentiereeks, omdat dit een maandreeks is met een kleinere publicatievertraging dan de bbp-groei (Van der Veer en De Winter, 2011). Sinds 2013 spoort de ontwikkeling van de oude referentiereeks, op basis van de industriële productie, echter niet meer goed met de ontwikkeling van de bbp-groei. Dat kan te maken hebben met een verdere verdienstelijking van de Nederlandse economie, maar dit is niet verder onderzocht. Bovendien benadert de groei van het bbp het beste ons beeld van de conjunctuur (figuur 1).

De publicatievertraging van de bbp-groei is 1,5 tot 4,5 maand, maar dat is geen groot probleem. De referentiereeks wordt alleen gebruikt bij het selecteren en ijken van de deelreeksen, maar speelt verder geen rol in het berekenen van de voorlopende indicator. De kwartaalreeks van het bbp wordt geïnterpoleerd aan de hand van een *mixed-frequency* VAR-model met zowel de maandcijfers van de particuliere consumptie als van de export, waaruit de maandcijfers van het bbp resulteren (Mariano en Murasawa, 2010).

## Deelreeksen onder de loep

De voorlopende indicator is samengesteld uit meerdere deelreeksen die nauw samenhangen met de ontwikkeling van de reële bbp-groei en daar tevens op voorlopen. Bij de herziening is niet alleen gekeken of de huidige deelreeksen nog voldoen, maar zijn de relaties tussen de nieuwe referentiereeks en 86 potentiële voorlopende deelreeksen opnieuw onder de loep genomen. De selectie van de voorlopende deelreeksen is uitgevoerd in drie stappen (kader 2), waarbij er is gekeken naar de steekproefperiode van januari 2001 tot en met september 2017.

Allereerst is er gekeken naar de maximale correlatie tussen de referentiereeks en individuele deelreeksen en naar de bijbehorende voorlooptijd (het aantal maanden dat de cyclus van een deelreeks vooruitloopt op de referentiereeks). Daarbij hebben we een ondergrens gehanteerd van een minimale correlatie van 0,7 en een minimale voorlooptijd van zes maanden. Dit levert zeventien bruikbare deelreeksen op (tabel 1). Vervolgens is nagegaan in hoeverre deze zeventien reeksen erin slagen om omslagpunten in de referentiereeks tijdig te signaleren. Als criterium geldt dat een reeks niet meer dan twee omslagpunten mag missen, met een marge van maximaal drie maanden. Na deze tweede stap blijven er tien reeksen over (blauwe achtergrond in tabel 1). Tot slot is er bekeken welke samenstelling van deel-



reeksen de grootste samenhang vertoont met de referentiereeks en of de relatie economisch gefundeerd is.

Met deze laatste stap is de selectie teruggebracht tot vijf deelreeksen (vetgedrukt en blauw): *Consumentenvertrouwen* (over de economische situatie twaalf maanden vooruit), *Verwachte bedrijvigheid Duitsland* (IFO), *Inkoopmanagersindex* (PMI) *ingekochte materialen*, *Inkoopmanagersindex* (PMI) *nieuwe orders* en de *Korte rente*. De oude DNB-conjunctuurindicator uit 2011 was gebaseerd op zes deelreeksen, waaronder ook het consumentenvertrouwen en PMI- en IFO-indicatoren. Daarnaast bestond de vorige indicator uit de lange rente, het producentenvertrouwen en het dividendrendement over aandelen. Deze laatste drie reeksen maken geen deel meer uit van de nieuwe indicator. Net als bij de oude indicator blijkt de voorlopende indicator tot zes maanden vooruit.

## DNB-conjunctuurindicator is vernieuwd

Nu de deelreeksen zijn geselecteerd, worden deze samengevoegd tot één voorlopende indicator. Anders dan in de versie van 2011, is de samenstelling van de nieuwe indicator gebaseerd op een *principale componenten-analyse* (PCA) in plaats van een gelijk gewogen optelsom. Door gebruik te maken van een PCA neemt het aantal juist gesignaleerde omslagpunten iets toe. Kader 1 beschrijft de interpretatie van de indicator.

### Afvlakking economische groei zet door in 2019

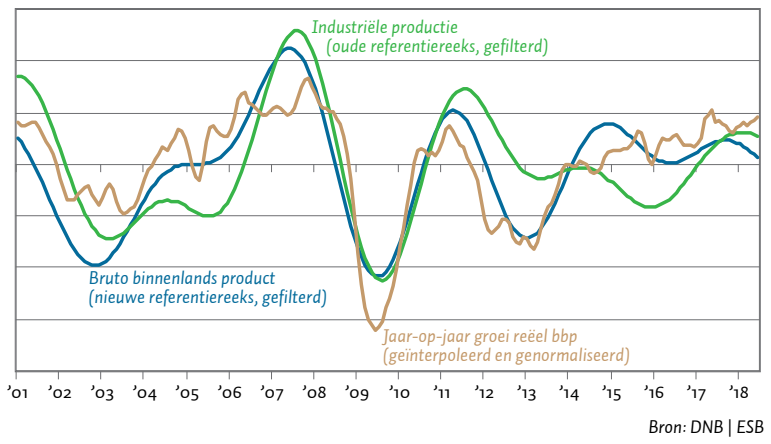
De vernieuwde DNB-conjunctuurindicator, die op het moment van schrijven iets zegt over de conjuncturele situatie tot en met juli 2019, wordt weergegeven in figuur 3. De voorlopende indicator voorziet in een verdere afvlakking van de bbp-groei (jaar-op-jaar) in de komende zes maanden. Aan het einde van het tweede kwartaal bevindt de voorlopende indicator zich net onder de horizontale as, wat suggereert dat de bbp-groei dan uitkomt onder trendgroei. De door de indicator voorspelde verslechtering van het conjunctuurbeeld komt globaal overeen met de recente raming van de Nederlandse economie van DNB uit december 2018 en met ramingen van andere instituten.

### Voorspelkracht DNB-conjunctuurindicator

Hoewel de referentiereeks en de voorlopende indicator sterk correleren, is dit geen reflectie van de ex-ante-voorspelkracht van de voorlopende indicator. Door het gebruik van een tweezijdig filter zijn beide reeksen gecreëerd met behulp van informatie uit zowel de toekomst als het verleden. Voor een beter begrip van de voorspelkracht is een evaluatie uitgevoerd van de ex-ante-voorspellingen van de nieuwe indicator vanaf januari 2010.

## Referentiereeksen en bbp-groei

FIGUUR 1



## Interpretatie DNB-conjunctuurindicator

KADER 1

De conjunctuurindicator beschrijft omslagpunten in de economische groei en wordt weergegeven als een curve die om de genormaliseerde trendgroei (horizontale as) beweegt. De indicator kent geen numerieke grootte, de uitslagen van de conjunctuur zijn niet direct te vertalen naar een bbp-groei.

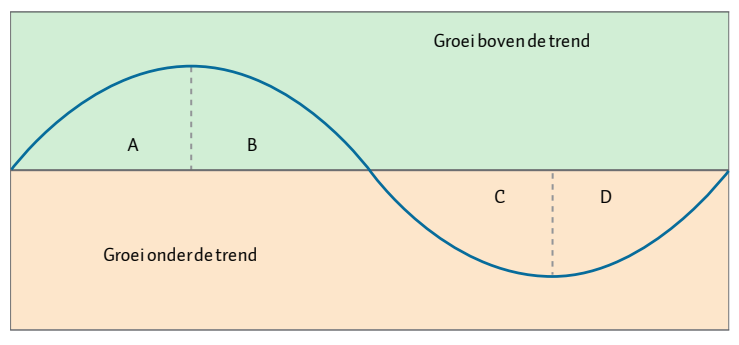
Als de indicator zich boven de horizontale as bevindt, in het groene gebied van figuur 2, duidt dat op een economische groei boven de trend. In deze fase suggereert de indicator dat de outputgap – een maatstaf

voor het niveauverschil tussen het feitelijke en potentiële bbp – oploopt. Andersom, als de indicator onder de horizontale as komt, in het rode gebied, is de economische groei lager dan de trendgroei.

De omslagen vinden plaats op de lokale toppen en dalen van de grafiek. De indicator onderscheidt vier conjunctuurfasen: groei boven de trend, en toenemend (A); groei boven trend, maar afnemend (B); groei onder trend, en verder afnemend (C); en tot slot: groei onder trend, maar toenemend (D).

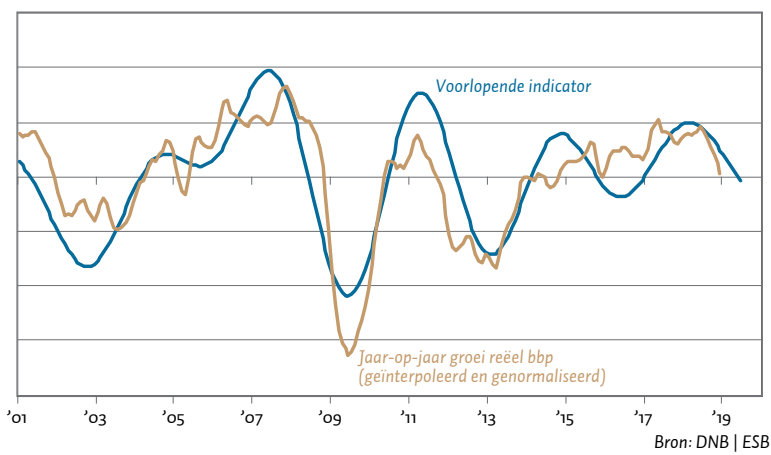
## Gestileerde conjunctuurcyclus

FIGUUR 2



## De vernieuwde DNB-conjunctuurindicator

FIGUUR 3



## Selectie van deelreeksen

KADER 2

Stap 1: Deelreeksen met een minimale correlatie van 0,70 en een minimale voorlooptijd van zes maanden

Alle deelreeksen in tabel 1

Stap 2: Reeks mag niet meer dan twee omslagpunten missen, met een marge van maximaal drie maanden

In tabel 1 met een blauwe achtergrond

Stap 3 (uiteindelijke selectie): Grootste samenhang met referentiereeks en gefundeerde economische relatie

In tabel 1 dikgedrukt

TABEL 1

	Maximale correlatie met referentiereeks	Voorlooptijd op referentiereeks, in maanden
<b>Consumentenvertrouwen: economische situatie komende twaalf maanden</b>	<b>0,93</b>	<b>7</b>
Producentenvertrouwen	0,80	6
Producentenvertrouwen: verwachte bedrijvigheid	0,88	6
COEN: bedrijvigheid komende drie maanden	0,90	6
IFO: bedrijfsklimaat Duitsland	0,81	6
<b>IFO: verwachte bedrijvigheid Duitsland</b>	<b>0,89</b>	<b>6</b>
Dividendrendement aandelen	-0,92	6
Wereldhandelsgroei	0,83	6
Lange rente – korte rente (yield)	-0,77	19
<b>Korte rente</b>	<b>-0,85</b>	<b>18</b>
Lange rente	-0,77	19
PMI	0,95	6
PMI: productie	0,96	7
<b>PMI: nieuwe orders</b>	<b>0,94</b>	<b>7</b>
PMI: nieuwe exports orders	0,93	7
<b>PMI: ingekochte materialen</b>	<b>0,97</b>	<b>6</b>
PMI: voorraad ingekochte materialen	0,92	6

Bron: DNB | ESB

## Aantal keer dat de indicator de juiste richting van de conjunctuur voorspelt

TABEL 2

Aantal maanden vooruit	6	5	4	3	2	1	0
Percentage juist	80%	81%	77%	79%	77%	80%	82%

Bron: DNB | ESB

## Voorspelkracht: Verschil omslagpunt referentiereeks en voorlopende indicator in maanden

TABEL 3

Moment van omslaan referentiereeks	t+6	t+5	t+4	t+3	t+2	t+1	t+0
April 2011	4	-6	-1	1	0	0	0
Januari 2013	-6	-7	-6	-7	-8	-8	-2
December 2014	-4	-5	-6	-5	-6	-6	-6
Mei 2016	4	4	3	2	1	1	0
September 2017	-2	-2	-1	-2	0	0	0

De voorspelkracht neemt toe bij een korte voorspelhorizon

Bron: DNB | ESB

Allereerst is er gekeken of de indicator de richting van de conjunctuur – gemeten als het eerste verschil van de referentiereeks – juist voorspelt, gegeven de informatie beschikbaar op tijdstip  $t$ . De voorspelling die het verste vooruitkijkt (zes maanden;  $t+6$ ) geeft in tachtig procent van de voorspellingen de juiste richting aan (tabel 2). Op het eerste oog lijkt de nieuwe voorlopende indicator dus goed te voorspellen, maar er is nauwelijks vergelijkingsmateriaal. Wel blijkt de nieuwe indicator iets beter te presteren dan de DNB-conjunctuurindicator uit 1988 (Bikker en Berk, 1994).

De resultaten uit tabel 2 geven echter een te rooskleurig beeld van de voorspelkracht van de voorlopende indicator. Het is immers gemakkelijk te voorspellen dat de referentiereeks blijft dalen als deze al in een dalende beweging zit, en andersom. De uitdaging is uiteindelijk het juist voorspellen van de omslagpunten in de conjunctuur.

In hoeverre slaagt de DNB-conjunctuurindicator erin om de omslagpunten nauwkeurig te voorspellen? Tabel 3 toont in de eerste kolom het moment van omslaan (maand en jaar) van de laatste vijf omslagpunten in de referentiereeks. In de andere kolommen wordt vervolgens het omslagpunt in de voorlopende indicator weergegeven volgens de ex-ante-voorspellingen nul tot zes maanden vooruit, gebruikmakend van de informatie op tijdstip  $t$ . Kijken we naar de voorspelling zes maanden vooruit ( $t+6$  in tabel 3) dan blijkt dat de voorlopende indicator in alle gevallen een omslag enkele maanden te vroeg of te laat signaleert. De voorspelkracht neemt toe bij een kortere voorspelhorizon. Zo is de nauwkeurigheid het hoogst bij voorspellingen voor dezelfde maand als waarin de voorspelling wordt gedaan ( $t+0$ ; een zogenaamde *nowcast*), maar ook dan is de voorspelkracht niet honderd procent nauwkeurig.

De indicator blijkt redelijk in staat om omslagpunten uit het recente verleden te signaleren. In een aanzienlijk deel van de gevallen valt het gesignaleerde omslagpunt binnen het kwartaal waarin de conjunctuur volgens de referentiereeks omsloeg. Daarmee is de DNB-conjunctuurindicator een goede aanvulling op de andere modellen en instrumenten die DNB hanteert.

## Literatuur

Bikker, J.A. en J.M. Berk (1994) De voorspelkracht van de DNB-conjunctuurindicator. *ESB*, (79)3979, 900–902.

Mariano, R. en Y. Murasawa (2010) A coincident index, common factors, and monthly real GDP. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72(1), 27–46.

Veer, K. van der, en J. de Winter (2011) Herziening DNB-conjunctuurindicator. *ESB*, 96(4617), 525–527.

# Waarom we niet voelen dat het goed gaat

Consumenten geven aan dat hun eigen financiële situatie achterblijft bij die van de economie als geheel. Dit fenomeen – ‘met ons gaat het goed, met mij slecht’ – speelt al geruime tijd in Nederland, volgens de consumentenvertrouwensindicator van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS). Je kunt geen krant open slaan of er gaan commentatoren en journalisten los op de vermeende oorzaken. Het meest favoriet is dat ‘het grootkapitaal de economie laat groeien maar de opbrengst niet wil delen’. De btw-verhoging, de gestegen energierekening of de niet-geïndexeerde pensioenen doen het ook goed.

Het gevoel van consumenten dat de groei van de afgelopen paar jaar aan hun neus voorbij is gegaan, klopt ook wel. De groei van de koopkracht is ook tegen de achtergrond van een langjarig dalende arbeidsproductiviteit vrij mager. Maar de focus op koopkracht onttrekt de enorme vooruitgang aan het zicht, die is gemaakt wat betreft arbeidsparticipatie. Met een werkloosheid van 3,2 procent is iedereen die enigszins kan en wil werken aan de slag. De 220.000 vaste banen die er in 2018 bij kwamen (ten opzichte van ‘slechts’ 70.000 flexbanen) geven aan dat werknemers zekerheid krijgen in plaats van loongroei. Dat zie je niet terug in de koopkrachtplaatjes, maar voor iemand die werk heeft gevonden maakt het wel degelijk uit.

Dat consumenten vooral werkzekerheid, in plaats van koopkrachtverbetering, kregen wil nog niet zeggen dat hun ontevredenheid genegeerd mag worden. Er spelen namelijk nog twee niet-financiële aspecten een rol bij het tegenvallende vertrouwen in de economie.

Als mensen aangeven dat het goed gaat met de economie maar slecht met henzelf, dan kan dit een uitdrukking zijn van meer dan alleen de eigen financiële situatie – ook al is dit letterlijk wat het CBS vraagt. Consumentenvertrouwen gaat om verwachtingen, en die verwachtingen zijn een onderdeel van wat economen en psychologen als ‘hoop’ bestuderen (Pleeging en Burger, 2016). Als respondenten het gevoel hebben dat hun de handvaten ontbreken om kansen te grijpen waar anderen in de economie wel dankbaar gebruik van maken, dan kan dit ook leiden tot een divergentie tussen hoe het met de economie versus met henzelf gaat. In het Verenigd Koninkrijk is dit uitgebreid bestudeerd, en deze studies (BES, 2016) laten duidelijk zien dat de *leavers* radicaal verschillen van de *remainers* in de mate waarin ze hun economisch lot zelf denken te kunnen sturen. In hun



**SANDRA PHLIPPEN**

Hoofdeconoom Nederland bij  
ABN Amro en universitair docent aan  
de Erasmus Universiteit Rotterdam

boek *Poor economics* wijzen Banerjee en Duflo (2011) erop dat mensen met problematische schulden minder economische kansen ontwaren. Problematische schulden zijn ook een steeds groter probleem in onze samenleving. De tweede alternatieve verklaring voor het uiteenlopen van de perceptie wat betreft de economie en de eigen situatie, ligt in een ‘onjuiste’ of ‘overdreven’ inschatting van de economie als geheel. Om dit te beoordelen, moeten we weten waarop de consument zich baseert als hij of zij aangeeft hoe het met ‘de economie’ zal gaan. Professionele voorspelers onderschatten zowel hoogconjunctuur als laagconjunctuur, omdat ze zich meer baseren op de economische *fundamentals* dan op een sentiment. Consumenten worden daarentegen sterk beïnvloed door wat ze in de media lezen. Grote publiekskranten hebben vaak

eigen ‘koppenmakers’ in dienst die ervoor moeten zorgen dat stukken door een zo groot mogelijk publiek gelezen worden. Een kop sterk aanzetten zorgt voor betere leescijfers dan bagatelliseren. Onderzoek van Doms en Morin (2004) laat zien hoe niet alleen de ‘economische feiten’, maar ook de toon en de hoeveelheid nieuwsartikelen bepalend zijn voor hoe consumenten denken dat het met de economie gaat. Niet zelden leidt de toon van een artikel met bijvoorbeeld het woord ‘ontslag’ of ‘recessiegevaar’ tot sterk afwijkende consumentenpercepties vergeleken met de economische fundamentals.

Recente ontwikkelingen in het gebruik van *machine-learning* technieken bieden mogelijkheden om veel preciezer na te gaan hoe consumenten tot een inschatting van de economie komen. Zo zouden nieuwsartikelen gerelateerd aan economische groei gewogen kunnen worden naargelang het aantal klikken, om dan te zien of nieuws dat ‘overdrijft’ sterker wordt meegenomen in de perceptie van de consument. Pas als we weten waarom de consument het niet voelt, kunnen we gericht en effectief ingrijpen.

## Literatuur

BES (2016) *Brexit Britain: British Election Study Insights from the post-EU Referendum wave of the BES internet panel*. Blog op [www.britishelectionstudy.com](http://www.britishelectionstudy.com), 6 oktober 2016.

Doms, M. en N. Morin (2004) *Consumer sentiment, the economy, and the news media*. Washington (DC), Federal Reserve Board Working Paper, 2004-51. Te vinden op [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).

Banerjee, A.V. en E. Duflo (2011) *Poor economics*. New York: PublicAffairs.

Pleeging, E. en M. Burger (2016) Consumentenvertrouwen en hoop in de economie. *ESB*, 101(4742S), 47-51.







# Geen bewijs voor selectiebias bij Vidi-toekenning na correctie voor zelfselectie

Bij de toekenning van Veni-, Vidi- en Vici-beurzen maakt de Nederlandse Wetenschappelijke Organisatie (NWO) gebruik van collega-wetenschappers die de ingediende onderzoeksvorstellen beoordelen. In hoeverre is dit peer-reviewproces gevoelig voor subsidiesuccessen in het verleden?

## IN HET KORT

- Er is de perceptie dat wetenschapsgeld niet uitsluitend wordt toegekend op basis van de kwaliteit van het onderzoeksvorstel.
- Bij de onderzochte beurzen is zelfselectie door onderzoekers van invloed op de kans om voor een beurs in aanmerking te komen.
- Het is niet vast te stellen of beoordelingscommissies beïnvloed worden door eerder ontvangen onderzoeksbeurzen.

## FREEK RUESINK

Wetenschappelijk medewerker bij het Centraal Planbureau (CPB)

## MARIELLE NON

Wetenschappelijk medewerker bij het CPB

Het toekennen van wetenschapsfinanciering gebeurt zowel in Nederland als in het buitenland deels op projectbasis. In Nederland zijn de door de Nederlandse Wetenschappelijke Organisatie (NWO) uitgegeven vernieuwingsimpulsbeurzen (VI-beurzen) – beter bekend onder de namen Veni, Vidi en Vici – het bekendste voorbeeld hiervan.

De VI-beurzen zijn bedoeld voor respectievelijk junior, medior en senior onderzoekers. In 2017 werd ongeveer veertien procent van de in totaal 1.972 aanvragen gehonoreerd. Het totale subsidiebedrag in dat jaar bedroeg circa 160 miljoen euro (NWO, 2018).

Vanuit beleidsoogpunt dient projectfinanciering een aantal doelen (CPB, 2015). Zo is het mogelijk om specifieke onderzoeksgebieden te stimuleren. Daarnaast zorgt projectmatige financiering voor een kwaliteitsprikkel bij onderzoekers, want alleen de betere ideeën worden gehonoreerd. Nadelen zijn er ook: zo zijn er investeringen gemoeid met het schrijven en beoordelen van de onderzoeksvorstellen. Bovendien gaan die investeringen deels verloren wanneer een onderzoeksvorstel niet gehonoreerd wordt (CPB, 2018; Van de Rijt et al., 2018). Ten slotte is competitieve financiering minder geschikt om vernieuwend, maar risicovol onderzoek te stimuleren (Guerzoni et al., 2014; CPB, 2015).

Bij de toekenning van VI-beurzen wordt er gebruik gemaakt van peerreview. De ingediende voorstellen worden door een commissie van collega's beoordeeld, waarna de voorstellen met de hoogste wetenschappelijke kwaliteit een beurs krijgen. Althans, dit is idealiter het geval. Er zijn aanwijzingen dat het peerreviewproces gevoelig is voor subsidiesucces uit het verleden, ondanks dat de wetenschappelijke prestaties van de aanvragers vergelijkbaar zijn (Gerritsen et al., 2013; Bol et al., 2018). In de wetenschap staat dit effect – het aantrekken van geld met geld – bekend als het *mattheuseffect*.

Het mattheuseffect heeft de afgelopen tijd veel aandacht gekregen in de media (Van de Rijt et al., 2018; Van Calmthout, 2018), maar de achterliggende oorzaak van dit effect werd daardoor niet duidelijk. Van de Rijt et al. (2018) suggereren dat de beoordelingscommissie zich deels baseert op de cv's van de aanvragers, waarbij het verwerven van een Venibeurs een pre is voor de toekenning van een Vidibeurs later in de carrière. De beoordelingscommissie is dan dus bevooroordeeld, en belooft niet in alle gevallen het beste onderzoeksvorstel. Van Calmthout (2018) noemt echter 'zelfselectie' als oorzaak van het mattheuseffect: onderzoekers die een afwijzing kregen van hun Veni-aanvraag doen minder vaak een aanvraag voor een Vidibeurs.

Wij gaan in op de vraag welke van deze twee oorzaken het meest waarschijnlijk is. Het onderscheid tussen enerzijds selectiebias van de beoordelingscommissie en anderzijds zelfselectie door de onderzoekers is van groot belang voor NWO en andere subsidieverstrekkers. Indien selectiebias een rol speelt, ondermijnt dit het toekenningsstelsel zoals dat in veel gevallen wordt gehanteerd – dus niet alleen bij de hier onderzochte VI-beurzen. In dat geval zou het mattheuseffect een heroverweging van het peerreviewstelsel vereisen. Wanneer zelfselectie een grote rol speelt, kan dit effect worden verkleind door de net-niet-ontvangers van een Venibeurs te stimuleren om wel mee te doen aan de Vidi-ronde.

## Methode

Voor de analyse maken we gebruik van de data zoals deze zijn geprepareerd in Bol et al. (2018). Deze geschoonde dataset bevat 1.552 anonieme Veni-aanvragers uit de jaren 2002–2008 van wie bekend is of ze wel of geen Venibeurs hebben gekregen. Van de Veni-aanvragers weten we ook of ze wel of geen Vidibeurs hebben aangevraagd en of die uit-

## Beschrijvende statistieken

TABEL 1

Rang bij Veni-aanvraag	Aantal Veni-aanvragers	Aantal Vidi-aanvragers	Aantal toegekende Vidibeurzen
<b>Net-niet-ontvangers</b>			
-6	60	21	7
-5	77	22	10
-4	101	41	12
-3	102	38	10
-2	113	44	11
-1	136	55	14
<b>Net-wel-ontvangers</b>			
1	109	60	26
2	132	83	35
3	126	77	23
4	113	70	30
5	95	66	25
6	91	62	25

Noot: Er bestaan ook rangen lager dan -6 en hoger dan +6. Voor een RDD (regression discontinuity design) zijn personen met deze rang minder geschikt.

Eigen bewerking op basis van data uit Bol et al. (2018) | ESB

eindelijk ook aan hen is toegekend. De uitkomstvariabele waarin we geïnteresseerd zijn, is de kans op het ontvangen van een Vidibeurs, gegeven het wel of niet ontvangen van een Venibeurs.

Essentieel voor de analyse is dat van de oorspronkelijke Veni-aanvragers ook hun uiteindelijke rangschikking (behorende bij Veni-aanvraag) beschikbaar is (tabel 1). Deze rangschikking wordt door de beoordelingscommissie vastgesteld, maar wordt niet aan de kandidaten bekendgemaakt.

Het feit dat de data wel de rang bevatten maakt het gebruik van een *regression discontinuity design* mogelijk. Bij deze methode is een rangschikking rondom een grenswaarde (*cut-off*) van groot belang. In dit geval geeft de grenswaarde aan of iemand net wel of net niet een Venibeurs heeft gekregen. Aanvragers die net wel een Venibeurs hebben gekregen, zitten boven de grenswaarde, en hebben dus een positieve rang. Aanvragers die de beurs net niet hebben gekregen, bevinden zich net onder de grenswaarde. Indien net-wel-Veni-ontvangers een significant hogere kans hebben op een Vidibeurs dan net-niet-Veni-ontvangers, dan uit zich dat in een discontinuïteit: een sprong in de kans een Vidibeurs te krijgen tussen de personen met een negatieve en positieve rang.

## Resultaten

Eerst reproduceren we in figuur 1a het mattheuseffect, zoals gerapporteerd in Bol et al. (2018). Er is in deze figuur een duidelijke discontinuïteit te zien rond de cut-off. Vergelijken we de personen met rang -1/-2 met de net-wel-ontvangers in groep +1/+2, dan is het verschil significant op eenprocentniveau. Omdat net-niet-ontvangers en net-wel-ontvangers tijdens de aanvraag van de *Vidibeurs* vergelijkbaar presteren – in termen van h-index, citatiescore en aantallen publicaties – is de waargenomen sprong in de winstkans tussen net-wel- en net-niet-ontvangers opmerke-

lijk (Bol et al., 2018). Het is deze sprong in de kans op een vervolgbeurs die bekend staat als 'het mattheuseffect'.

Dit resultaat houdt echter geen rekening met het gegeven dat mensen die geen Veni ontvangen, daarna ook minder geneigd zijn om een Vidi-aanvraag te doen. Uit figuur 2 blijkt dat ongeveer veertig procent van de net-niet-ontvangers vervolgens een Vidi aanvraagt, terwijl dit voor de net-wel-ontvangers meer dan zestig procent is.

Wanneer we de kans op een Vidi conditioneren op aanvragen, oftewel alleen de Veni-aanvragers meenemen in de analyse die daadwerkelijk een Vidi-aanvraag hebben gedaan, is het resultaat een stuk minder overtuigend (figuur 1b). De discontinuïteit rondom de cut-off is nog steeds zichtbaar, maar tegelijkertijd observeren we een sterke variatie in de toewijzingskans voor de verschillende rangorden. Dit heeft als resultaat dat bijvoorbeeld de kans op een Vidi voor personen in de groep -6/-5 niet significant meer verschilt van de groep +1/+2.

Wanneer er gecorrigeerd is voor zelfselectie is het dus niet mogelijk om, met behulp van een regression discontinuity design, een mattheuseffect aan te tonen. Een sterke variatie van de uitkomstvariabele buiten de directe cut-off die – zoals in dit geval – niet plausibel te verklaren is, trekt namelijk de validiteit van de regression discontinuity design in twijfel (Imbens en Lemieux, 2008).

De robuustheidsanalyse die we uitvoeren door het variëren in rangclustering (klassebreedte = {1,3}) laat eenzelfde resultaat zien. Wanneer voor deze klassebreedtes alle Veni-aanvragers in de analyse worden meegenomen, vinden we net als in figuur 1a een discontinuïteit in de kans op een Vidi. Opnieuw wordt echter de validiteit van de regression discontinuity design in twijfel getrokken wanneer men alleen de daadwerkelijke aanvragers van de Vidibeurs meeneemt. Het is dus niet onomstotelijk vast te stellen of het mattheuseffect wordt veroorzaakt door een selectiebias van de beoordelingscommissie. De gekozen methodiek is voor de beschikbare data simpelweg niet bruikbaar.

## Discussie

Uit de data volgt dat zelfselectie de belangrijkste – en misschien wel enige – aanjager is van het mattheuseffect bij de Vidibeurzen. Het exacte mechanisme achter deze zelfselectie is nog onbekend. Wel is het duidelijk dat de kosten-batenafweging die een potentiële aanvrager maakt negatiever uitvalt bij net-niet-Veni-ontvangers dan bij net-wel-Veni-ontvangers. Dit kan komen doordat de kosten gemoed met een Vidi-aanvraag lager zijn bij net-wel-Veni-ontvangers als het verwerven van een Venibeurs zorgt voor een lagere onderwijslast, zoals gesuggereerd in Van Calmthout (2018). Qua baten kunnen onderzoekers die net naast een Veni grijpen een te negatief beeld hebben van hun succesansen bij een Vidi-aanvraag – dus negatiever dan uit de data blijkt.

Hoewel de achtergrond van de zelfselectie onbekend is, zijn er wel een aantal maatregelen die NWO of andere wetenschapsfinanciers kunnen nemen om zelfselectie en daarmee het mattheuseffect te beperken. Zoals eerder gesuggereerd door Bol et al. (2018) kan de subsidiegever afgewezen onderzoekers meer informatie verschaffen over de behaalde rang. Dit helpt de onderzoeker een realistisch

beeld te krijgen van de kansen op een vervolgeburs. Een mogelijk nadeel van dit systeem is dat een precies bepaalde rangorde van afgewezen kandidaten van belang wordt. Dit kan een extra tijdsinvestering vragen van de beoordelingscommissie – en daarmee leiden tot extra kosten.

Ten tweede kan men overwegen om *in de middengroep* een loting toe te passen. Loting kan zelfselectie helpen voorkomen omdat in het systeem de willekeurigheid wat betreft aanvragers expliciet wordt gemaakt. Het besef van willekeur kan er toe leiden dat afgewezen aanvragers wellicht minder geneigd zijn zichzelf uit te selecteren.

Loten kan ook efficiënt zijn: de beoordelingscommissie hoeft niet lang te discussiëren over een exacte rangorde – maar uiteraard wel over *wie* er tot de te loten groep behoort. Een recent theoretisch model voorspelt dat het minder relevant worden van de exacte rangorde ook zorgt voor minder ‘verspilde moeite’ bij de aanvragers zelf, en daarmee extra efficiëntie oplevert (Gross en Bergstrom, 2019).

## Literatuur

Bol, T., M. de Vaan en A. van de Rijdt (2018) The Matthew effect in science funding. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 115(19), 4887–4890.

Calmthout, M. van (2018) Duivel schijnt op de grootste hoop, ook in de wetenschap. *De Volkskrant*, 23 april.

CPB (2015) *Publieke onderzoeksfinanciering: de voor- en nadelen van verschillende financieringsmethoden*. CPB Policy Brief, 2015/07.

CPB (2018) *Opties voor de toekenning van onderzoeksbeurzen*. CPB Policy Brief, 2018/02.

Gerritsen, S., E. Plug en K. van der Wiel (2013) *Up or out? How individual research grants affect academic careers in the Netherlands*. CPB Discussion Paper, 249.

Gross, K. en C.T. Bergstrom (2019) Contest models highlight inherent inefficiencies of scientific funding competitions. *PLoS Biology*, 17(1), e3000065.

Guersoni, M., T.T. Aldridge, D.B. Audretsch en S. Desai (2014) A new industry creation and originality: Insight from the funding sources of university patents. *Research Policy*, 43(10), 1697–1706.

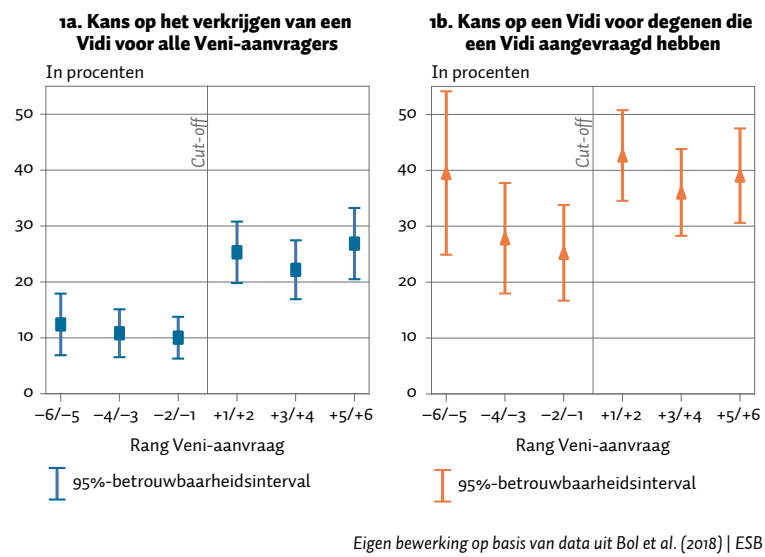
Imbens, G.W. en T. Lemieux (2008) Regression discontinuity designs: A guide to practice. *Journal of Econometrics*, 142(2), 615–635.

NWO (2018) *NWO-jaarsverslag 2017*. Nederlandse Organisatie voor Wetenschappelijk Onderzoek: Den Haag.

Rijdt, A. van de, T. Bol en M. de Vaan (2018) Te veel rompslomp bij het aanvragen van onderzoeksbeurzen voor de wetenschap. *De Volkskrant*, 3 oktober.

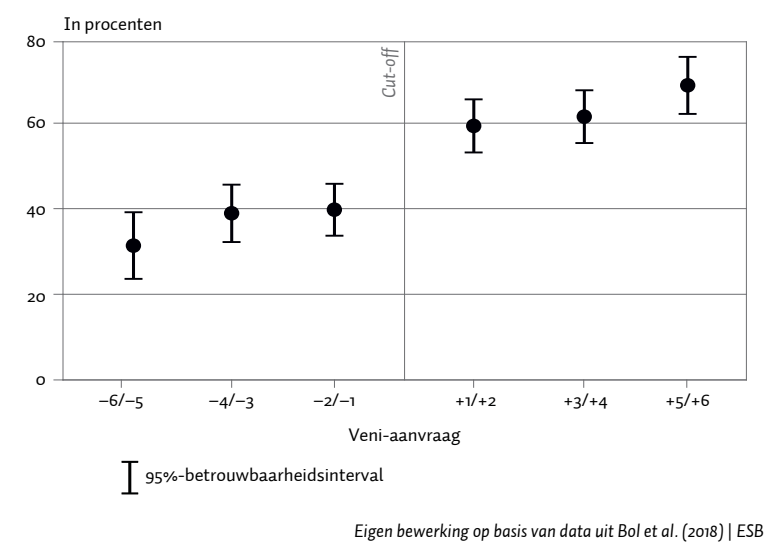
## Kans op het verkrijgen van een Vidi

FIGUUR 1



## Percentage Veni-aanvragers dat een Vidi-aanvraag doet

FIGUUR 2



# Meet risicobereidheid met een kwantitatieve methode

Wanneer een consument een financieel product wil aanschaffen, moet de aanbieder een inschatting maken van de risicobereidheid van de consument. Daarmee wordt bijvoorbeeld gewaarborgd dat iemand niet te veel risico's neemt. Er zijn echter verschillende methodes om risicobereidheid in kaart te brengen. We onderzochten er een aantal in de pensioencontext.

## IN HET KORT

- Op dit moment worden vaak kwalitatieve methodes gebruikt om risicobereidheid te inventariseren in de pensioencontext.
- Er bestaan verschillende methodes die kwantitatieve criteria gebruiken.
- Deze kwantitatieve methodes leiden tot een verbeterde inventarisering van risicobereidheid.

## GUST VAN DER MEEREN

Voormalig stagiair bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM)

## HANNIE DE CLOE-VOS

Onderzoeker bij de AFM

## ALEXANDRA VAN GEEN

Onderzoeker bij de AFM

Van der Meeren (2017) bevat een uitgebreidere versie van het experiment en de literatuurstudie

Pensioenuitvoerders, banken, verzekeraars en beleggingsadviseurs brengen de risicobereidheid van consumenten in kaart om zo passende producten en diensten te kunnen leveren. Die eis staat ook in de Wet financieel toezicht en de Pensioenwet. Financiële ondernemingen doen dat doorgaans door aan de consument vragen te stellen over de risicobereidheid, de financiële positie, de doelstelling en kennis en ervaring. Die informatie wordt gebruikt om een risicoprofiel van de consument op te stellen. De risicobereidheid bepaalt mede het uiteindelijke beleggingsproduct voor de consument, en het is dus belangrijk dat dit accuraat gemeten wordt.

Het is lastig om de risicobereidheid te bepalen, omdat risicobereidheid niet direct te observeren is. De financiële sector gebruikt veelal niet-wetenschappelijk gevalideerde methodes om de risicobereidheid van consumenten te achterhalen. Een voorbeeld hiervan is een vraag die informeert naar slaapproblemen bij negatieve koersdalingen. En dat terwijl er veel wetenschappelijk onderzoek is gedaan naar de risicobereidheidsinventarisatie (Charness et al., 2013; Holt en Laury, 2014), wat een breed scala aan gevalideerde methodes heeft opgeleverd.

Om tot een betere inschatting van de risicobereidheid in de pensioencontext te komen, hebben we gang-

bare wetenschappelijke methodes om risicobereidheid te meten geëvalueerd aan de hand van vijf criteria. Dit heeft tot een selectie geleid van twee gevalideerde methodes die resulteren in een objectieve maat van risicobereidheid. Bij toetsing in het AFM-consumentenpanel blijken de twee kwantitatieve methodes minstens even goed, zo niet beter, te presteren dan de huidige, gangbare methodes.

## Selectie van methodes

In de wetenschap wordt er een grote verscheidenheid aan gevalideerde methodes gebruikt om de risicobereidheid te inventariseren. Ten eerste worden vragenlijsten gebruikt om met kwalitatieve vragen de risicobereidheid in kaart te brengen. Ten tweede zijn er ook *dynamische methodes* waarbij mensen tijdens een spelsituatie kunnen kiezen tussen stoppen met een zekere uitkomst of doorspelen met een onzekere uitkomst. Voorbeelden zijn het knappendeballon-scenario (*Balloon Analogue Risk Task*, BART) of het ontplofende-bom-scenario (*Bomb Risk Elicitation Task*, BRET) (Lejuez et al., 2002; Crosetto en Filippin, 2013). Ten slotte laten *kwantitatieve methodes* mensen kiezen tussen verschillende vooruitzichten met een wisselende hoeveelheid aan risico. Daarbij zijn er verschillende varianten en moeten respondenten vaak een aantal keren kiezen tussen twee opties die onder elkaar worden gepresenteerd (Dohmen et al., 2005; 2011; Holt en Laury, 2002) of juist na elkaar waarbij de opties kunnen variëren al naar gelang eerder gemaakte keuzes (Barsky et al., 1997).

Niet al deze methodes zijn toepasbaar bij het inventariseren van de risicobereidheid ten aanzien van financieel risico van consumenten. Daarom hebben we eerst een kader ontwikkeld om de geschiktheid van een methode te beoordelen, het zogenoemde FRAME-kader. Dit omvat vijf criteria waar een succesvolle methode om risicobereidheid te meten in onze ogen ten minste aan moet voldoen: *Feasible*, *Rationalising*, *Appropriate*, *Measurable* en *Errable*.

## *Feasible* (uitvoerbaar)

Een eerste belangrijke vereiste van een methode is dat deze van consumenten een lage belasting vergt. De inventarisatie moet daarom snel en gemakkelijk kunnen worden afgenomen. Dit is zeker het geval als het om risicobereidheid bij pensioen gaat, omdat mensen dit onderwerp vaak als lastig en vervelend ervaren.



### Rationalising (rationaliserend)

Een tweede eis is dat de methode irrationele effecten zo veel mogelijk beperkt. Uit de gedragswetenschappelijke literatuur weten we dat mensen moeite hebben met bijvoorbeeld de inschatting en weging van kleine kansen, verliesaversie en *framing*. Wanneer we de ware risicobereidheid van personen willen achterhalen, is het daarom noodzakelijk om dergelijke effecten tijdens de inventarisatie van de risicobereidheid te voorkomen of te verminderen.

In de pensioencontext kan dit onder andere door de uitkomsten te tonen als totaalinkomen (Alserda et al., 2016), bijvoorbeeld door de consument voor te leggen “u krijgt in totaal 2000 euro pensioen”, in plaats van “u krijgt 100 euro meer pensioen”. Ook het gebruiken van gematigde in plaats van extreme kansen – tussen dertig en zeventig procent – beperkt het effect van het irrationeel wegen van kansen (Holt en Laury, 2014). En verliesaversie kan gereduceerd worden door zorgvuldige framing. Meer inzichten in hoe dergelijke effecten het gedrag van beleggers beïnvloeden, heeft de AFM beschreven in een rapport over zelfstandige beleggers (AFM, 2015).

### Appropriate (passend)

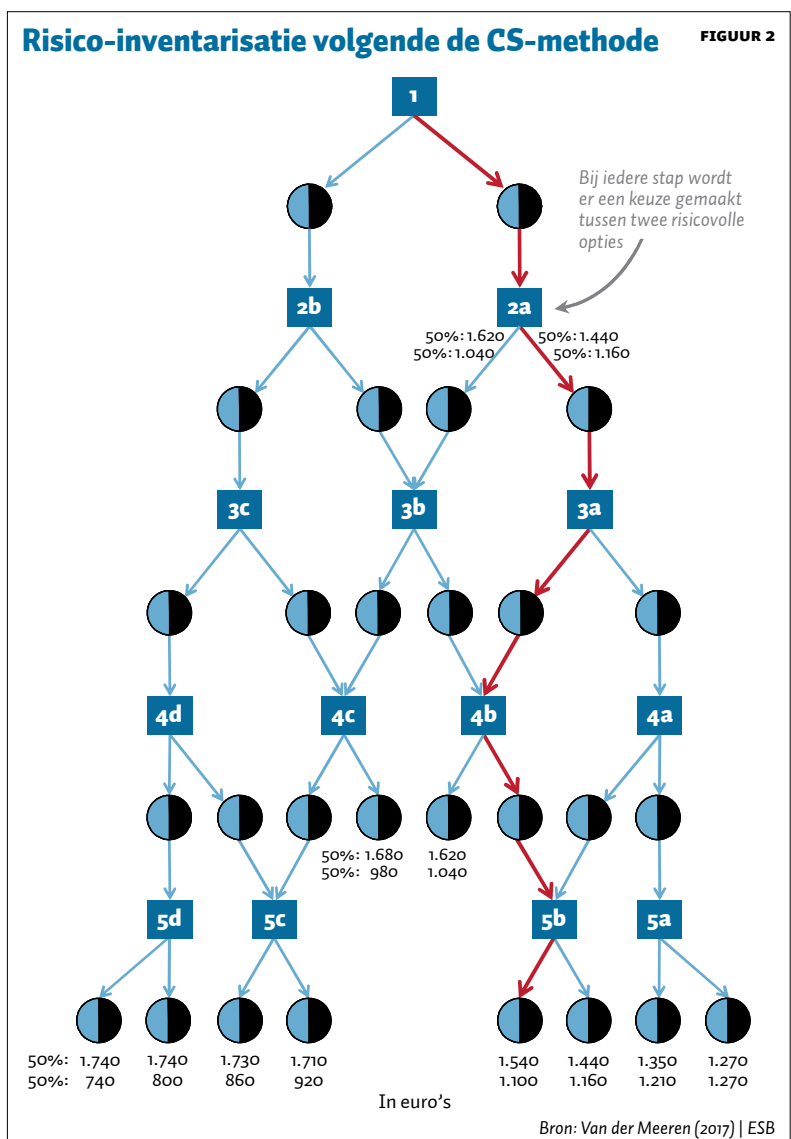
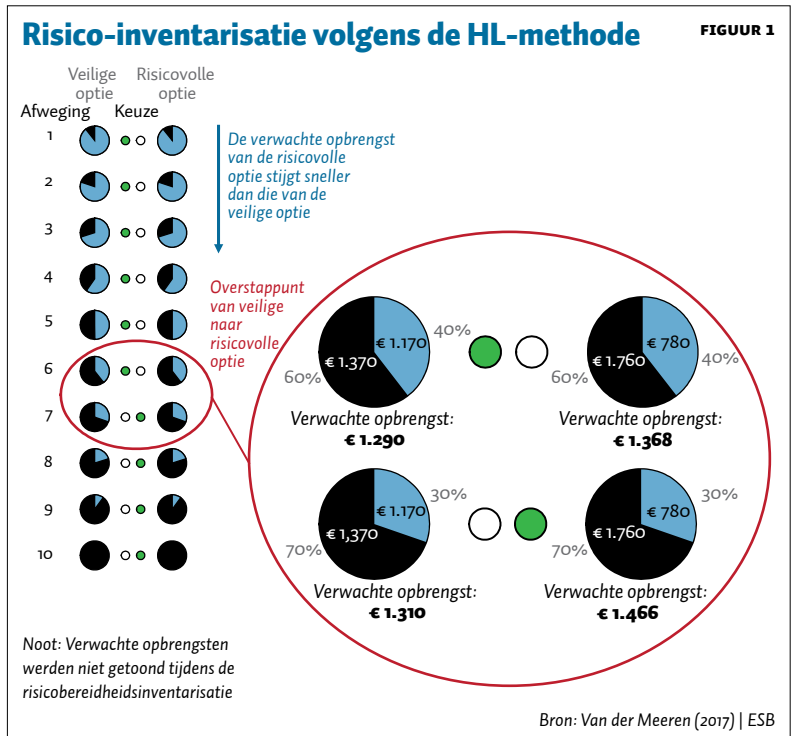
Risicobereidheid is contextafhankelijk en daarom maakt een goede methode gebruik van passende scenario's gegeven de context (Holt en Laury, 2014; Weber et al., 2002). Iemand kan bijvoorbeeld risicoavers zijn wanneer het gaat om financiële zaken, en tegelijkertijd risicozoekend in een sociale of gezondheidscontext. Daarom is het belangrijk dat de risicobereidheidsinventarisatie daaraan wordt aangepast, met hierbij horende bedragen en kansen.

### Measurable (meetbaar)

De methode levert een kwantitatieve, objectief interpreteerbare score. Bij kwalitatieve methodes – die bijvoorbeeld informeren naar participatie bij gokspellen – is het wel mogelijk om een *relatieve* positie van personen ten opzichte van elkaar vast te stellen, de een gokt vaker dan de ander, maar is het niet mogelijk om een goede vertaalslag naar beleggingsrisico's te maken. Voor een persoon met de hoogste risicobereidheid binnen een bepaalde groep is namelijk niet noodzakelijkerwijs het meest risicovolle beleggingsproduct passend.

Door gebruik te maken van kwantitatieve methodes is er een directe vertaalslag mogelijk van gemeten risicobereidheid naar beleggingskeuzes, omdat het om een *absolute* maatstaf van risicobereidheid gaat die kan worden gemodelleerd. Het keuzemodel dat hiervoor vaak wordt gebruikt, *Expected Utility Theory* (EUT), ligt tevens ten grondslag aan de afweging tussen rendement en risico in moderne portfoliotheorieën bij beleggingen (Markowitz, 1952).

Uiteindelijk moet de methode een kwantitatieve en bruikbare maat van risicobereidheid opleveren: een score die door zowel de consument als de financiële onderneming eenvoudig te interpreteren is. Dat kan door de consument hypothetische scenario's voor te leggen waarbij er een keuze gemaakt moet worden tussen concrete bedragen en kansen, bijvoorbeeld 2.000 euro met zekerheid, of vijftig procent kans op 4.500 euro en vijftig procent kans op 0 euro.



## Methodes voor risicobereidheid-correlaties

TABEL 1

	Holt-Laury (HL)	Choice Sequence (CS)	Eén vraag (EG)
Gem. categorie ± SD	3,60 ± 2,5	3,76 ± 2,6	3,39 ± 2,9
Gem. CRRA ± SD	1,95 ± 3,3	1,79 ± 3,2	2,24 ± 3,1
Aandeel risicoavers	83%	78%	86%
Aantal dat op alle antwoorden consistent antwoordt	321	294	426
Aandeel dat minstens één inconsistent antwoord gaf	25%	31%	-
<b>Correlatie</b>			
met EG-methode	0,61 ***	0,67 ***	-
met CS-methode	0,67 ***	-	0,67 ***
met SOEP-vragenlijst	0,30 ***	0,39 ***	0,27 ***
met DOSPERT-vragenlijst	0,10*	0,11*	0,08*

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

Bron: Van der Meeren (2017) | ESB

### Errable (feilbaar)

Ten slotte staat een goede methode ook inconsistente antwoorden toe. Daardoor worden mensen herkend die de methode niet begrijpen. Het is bekend dat mensen zaken zoals risico en kansen moeilijk kunnen begrijpen, maar een effectieve inventarisatiemethode van risicobereidheid houdt hier rekening mee. De methode haalt de mensen die de vragen niet begrijpen eruit, zodat ze op een andere manier kunnen worden geholpen.

### Drie methodes

Op basis van bovenstaande criteria zijn er twee methodes vastgesteld die voldeden aan alle criteria: de HL-methode (Holt en Laury, 2002) en de CS-methode (*Choice Sequence*).

De HL-methode, weergegeven in figuur 1, is een lijst van binaire keuzes tussen twee opties die variëren in risico en verwachte opbrengst. De verwachte opbrengst van de meest risicovolle optie wordt geleidelijk aantrekkelijker. De verwachting is dat een persoon na een aantal stappen overgaat van de 'veilige' optie links naar een meer risicovolle optie rechts. Dat overstappunt, in de figuur met een rode cirkel weergegeven, bepaalt de risicobereidheid. In de figuur is de respondent vanaf de zevende keuze overgestapt op het meer risicovolle alternatief. Het feit dat zij in de zesde keuze nog niet was overgestapt, ondanks dat ook daar het risicovollere alternatief al een hogere verwachte opbrengst had, geeft aan dat zij risicoavers is. Net zoals bij de volgende methodes, kan vervolgens, op basis van de keuze en de bijhorende kansen en uitkomsten, via een EUT-model de risicobereidheidscoëfficiënt van de respondent(e) worden berekend.

De CS-methode, weergegeven in figuur 2, legt aan respondenten een reeks van keuzes tussen twee risicovolle opties voor. De gepresenteerde optie is afhankelijk van de eerder gemaakte keuzes van de respondent, waardoor de risicobereidheid steeds preciezer in kaart gebracht wordt. De figuur toont de verschillende mogelijke 'routes' naar eenzelfde uiteindelijke keuze, zodat foutjes niet catastrofaal zijn en ook inconsistenties kunnen worden vastgesteld.

Voor het experiment is ook nog een derde gevalideerde kwantitatieve methode meegenomen. Deze EG-methode, naar Eckel en Grossman (2002), bestaat uit één vraag, waarbij mensen uit tien verschillende opties kunnen kiezen. Omdat de EG-methode maar één vraag is, voldoet de methode niet aan het feilbaarheids criterium: mensen die de vraag niet snappen, zijn niet te achterhalen op basis van hun antwoord.

### Risico-inventarisaties vergeleken

De methodes zijn getest in het AFM Consumentenpanel onder 426 respondenten in het voorjaar van 2017. We hebben de scenario's in een pensioencontext geplaatst en de gepresenteerde risico's gebaseerd op de inkomenscategorie van de respondent. Ook is er een oefenvraag toegevoegd, en zijn de HL-, CS- en EG-methode licht aangepast om ze onderling te kunnen vergelijken en om ook inconsistente antwoorden toe te laten (zodat aan de 'errable'-component van het FRAME-kader wordt voldaan). De risicobereidheidscategorieën hebben in alle methodes gelijke CRRA-grenzen (*Constant Relative Risk Aversion*). Alle drie de methodes zijn aan elke respondent in gerandomiseerde volgorde voorgelegd, zodat de resultaten vergeleken kunnen worden.

Omdat we geen objectieve maatstaf van individuele risicobereidheid hebben, beoordelen we elke methode op basis van hoe goed ze de andere twee methodes benadert (net zoals bijvoorbeeld in Deck et al., 2010; Reynaud en Couture, 2012; Corsetto en Flippin, 2016). Hieronder ligt de aanname dat alle methodes in zekere mate de onderliggende ware risicobereidheid meten. Daarnaast vergelijken we de methodes ook met twee gevalideerde kwalitatieve methodes: de risicobereidheidsvragen uit de SOEP-questionnaire (*German Socio-Economic Panel*) (Dohmen et al., 2005) en de psychometrische DOSPERT-vragenlijst (*Domain Specific Risk-Taking*) in het financiële domein (Blais en Weber, 2006).

### Kwantitatieve methodes vergeleken

De resultaten van de vergelijking tussen de methodes zijn weergegeven in tabel 1. Daarbij wordt de respondent bij elke methode in een categorie geplaatst van sterk risicoavers (1) tot sterk risicozoekend (10), met in het midden (5–6) risiconutraal. De respondenten zijn volgens alle methoden redelijk risicoavers: het gemiddelde is 3,60 bij de HL-methode, 3,76 bij de CS-methode en 3,39 bij de EG-methode.

Om de verschillende methoden met elkaar te vergelijken is bovendien gebruik gemaakt van de corresponderende CRRA-risicobereidheidscoëfficiënt. Bij een negatieve CRRA-score is een respondent risicozoekend, en bij een positieve score risicoavers. Ook met deze maatstaf zijn de respondenten gemiddeld genomen risicoavers met CRRA-scores tussen de 1,79 en 2,24. Deze maatstaf is robuust voor verschillende methodes en onderzoeken. Voor onze vergelijking van methodes is de CRRA echter minder van belang, omdat we alle drie de methodes zo hebben ontworpen dat ze allemaal tien categorieën hebben met precies dezelfde CRRA-bandbreedtes.

Alle methodes geven een andere risicobereidheid aan respondenten en deze verschillen zijn statistisch significant. De HL-methode verschilt echter het minst van de andere

twee methodes, en presteert dus het beste. De CS-methode volgt, en de EG-methode presenteert verder het slechtst.

Als we kijken naar de correlatie tussen de drie methodes, dan zien we dat deze voor elke combinatie significant is. De verschillende kwantitatieve testmethodes komen dus grotendeels overeen wat betreft de risicobereidheid van de respondent. Bovendien zijn de gevonden correlaties (0,61–0,67) relatief hoog in vergelijking met de correlatiehoogte in andere wetenschappelijke literatuur. Deze drie kwantitatieve methodes lijken dus duidelijk een en dezelfde onderliggende risicobereidheid te meten.

Om de correlaties te kunnen rangschikken, zodat duidelijk wordt welke methode het beste presteert, nemen we respondenten die inconsistente antwoorden hebben gegeven niet mee in de vergelijking, waardoor we 224 respondenten overhouden. Uit de analyse blijken er geen statistisch significante verschillen te zijn in de correlaties. Alle methodes presteren hier dus even goed.

### Vergelijking met kwalitatieve methodes

Vervolgens bepalen we de kwaliteit van de drie kwantitatieve methodes door te kijken of er een correlatie bestaat tussen de kwantitatieve methodes en de twee kwalitatieve questionnaires. De correlaties tussen de SOEP-questionnaire en de drie kwantitatieve methodes zijn zeer significant. Daaruit leiden we af dat deze methodes dezelfde onderliggende risicobereidheid meten. De correlatie tussen de DOSPERT-methode en de drie kwantitatieve methodes is maar net significant op tienprocentniveau (tabel 1). Dat doet vermoeden dat deze methode risicobereidheid minder goed meet.

De hoogte van de correlaties tussen de kwantitatieve methodes en zowel de SOEP-methode als de DOSPERT-methode zijn beide een stuk lager dan de correlatie tussen de kwantitatieve methodes onderling. Dit geeft aan dat zelfs deze verschillende wetenschappelijk gevalideerde methodes een substantieel andere “risicobereidheid” meten. Gezien het grote verschil tussen kwantitatieve en kwalitatieve methodes is dit niet verrassend, maar het onderstreept wel het belang van een bewuste keuze wat betreft de methode voor het inventariseren van financiële risicobereidheid. Opnieuw worden mensen met inconsistente antwoorden niet meegenomen bij de vergelijking tussen de methodes. Statistische testen wijzen uit dat er voor de correlaties met de DOSPERT-methode geen significante verschillen zijn tussen de drie methodes. Op basis van deze tests kunnen we dus niet stellen dat de ene kwantitatieve methode beter zou zijn dan de ander. Voor de SOEP-vragenlijst zijn er wel verschillen: de CS-methode presteert het best, gevolgd door de HL- en de EG-methode.

### Inconsistentie

Om te kunnen beoordelen hoe uitvoerbaar of feilbaar de methode is, is het belangrijk dat er niet te veel inconsistente antwoorden gegeven worden – iets dat bij feilbare methodes kan worden bepaald. Bij de HL-methode is 25 procent van de antwoorden inconsistent, en bij de CS-methode is dat 31 procent. Dit zijn maximum-schattingen, omdat sommige inconsistenties een verwaarloosbaar effect zullen hebben op de uiteindelijke risico-classificatie. Ook bleek dat respondenten vaker inconsistente antwoorden gaven naarmate ze

een bepaalde vraag later in de vragenlijst kregen. Dit vermoeidheidseffect speelt waarschijnlijk minder als de kwantitatieve test de enige vragen zijn die een consument moet beantwoorden. Respondenten die laag scoorden op een cognitieve reflectietest die aan het eind van de vragenlijst was toegevoegd, gaven ook vaker inconsistente antwoorden.

### Conclusie

De twee geëvalueerde kwantitatieve risicobereidheidsinventarisaties die aan de FRAME-criteria voldoen, lijken een verbetering ten opzichte van de veelgebruikte inventarisaties uit de sector. Wij moedigen de sector dan ook aan om dit in de praktijk te onderzoeken. Een doorontwikkeling door middel van *test-learn-adapt* kan de methodes verder optimaliseren en simplificeren. Dit kan ook leiden tot een vermindering van de inconsistente beantwoording. Zie hiervoor ook de handleiding van het team consumentengedrag bij het expertisecentrum van de AFM (AFM, 2017).

In ieder geval hopen we dat er gebruikgemaakt gaat worden van wetenschappelijk gevalideerde methodes, en dat testen die niet meten wat ze behoren te meten uit het landschap verdwijnen. Ook de wetenschap kan een bijdrage leveren aan de zoektocht naar nauwkeuriger en op de praktijk gerichte methodes om de risicobereidheid van consumenten in kaart te brengen.

### Literatuur

- AFM (2015) *Belangrijke inzichten over zelfstandige beleggers*, december. Rapport te vinden op [www.afm.nl](http://www.afm.nl).
- AFM (2017) *Hoe voer ik een betrouwbaar gedragsexperiment uit? In 7 stappen meer inzicht in hoe consumenten zich gedragen*, mei. Publicatie te vinden op [www.afm.nl](http://www.afm.nl).
- Alserda, G., B. Dellaert, L. Swinkels en F. van der Lecq (2016) *Pension risk preferences: a personalized elicitation method and its impact on asset allocation*. Netspar Industry Series Design Paper, 62.
- Barsky, R.B., F.T. Juster, M.S. Kimball en M.D. Shapiro (1997) Preference parameters and behavioral heterogeneity: an experimental approach in the health and retirement study. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 537–579.
- Blais, A.R. en E.U. Weber (2006) A domain-specific risk-taking (DOSPERT) scale for adult populations. *Judgment and Decision Making*, 1(1), 33–47.
- Charness, G., U. Gneezy en A. Imas (2013) Experimental methods: eliciting risk preferences. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 87, 43–51.
- Crosetto, P. en A. Filippin (2013) The ‘bomb’ risk elicitation task. *Journal of Risk and Uncertainty*, 47(1), 31–65.
- Deck, C.A., J. Lee, J. Reyes en C. Rosen (2010) *Measuring risk aversion on multiple tasks: can domain specific risk attitudes explain apparently inconsistent behavior?* Paper te vinden op [www.semanticscholar.org](http://www.semanticscholar.org).
- Dohmen, T.J., A. Falk, D. Huffman et al. (2005) *Individual risk attitudes: new evidence from a large, representative, experimentally-validated survey*. DIW Discussion Paper, 511.
- Eckel, C.C. en P.J. Grossman (2002) Sex differences and statistical stereotyping in attitudes toward financial risk. *Evolution and Human Behavior*, 23(4), 281–295.
- Holt, C.A. en S.K. Laury (2002) Risk aversion and incentive effects. *The American Economic Review*, 92(5), 1644–1655.
- Holt, C.A., en S.K. Laury (2014) Assessment and estimation of risk preferences. In: M.J. Machina en W.K. Viscusi (red.) *Handbook of the Economics of Risk and Uncertainty*, Volume 1. Oxford: North-Holland, 99–133.
- Lejuez, C.W., J.P. Read, C.W. Kahler et al. (2002) Evaluation of a behavioral measure of risk taking: the Balloon Analogue Risk Task (BART). *Journal of Experimental Psychology: Applied*, 8(2), 75–84.
- Markowitz, H. (1952) Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Meeren, A.A. van der (2017) *Comparing risk preference elicitation methods for pensions*. Masterscriptie, Erasmus School of Economics, Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Reynaud, A. en S. Couture (2012) Stability of risk preference measures: results from a field experiment on French farmers. *Theory and Decision*, 73(2), 203–221.
- Weber, E.U., A.R. Blais en N.E. Betz (2002) A domain-specific risk-attitude scale: measuring risk perceptions and risk behaviors. *Journal of Behavioral Decision Making*, 15(4), 263–290.

# Duurzaam beleggen door pensioenfondsen mag wat kosten van de deelnemers

Pensioenfondsen staan maatschappelijk onder druk om duurzamer te beleggen. Vinden hun deelnemers dit ook belangrijk? Een enquête onder vijftigplussers.

## IN HET KORT

- Bijna twee derde van de respondenten geeft aan duurzaam beleggen belangrijk te vinden.
- Ruim de helft accepteert zelfs een één procent lagere pensioen-uitkering wanneer er duurzaam belegd wordt.
- Opvallend is dat respondenten met kinderen minder vaak bereid zijn om pensioen op te geven voor duurzaam beleggen.

## JOHAN BONEKAMP

Onderzoeker aan Tilburg University

## ARTHUR VAN SOEST

Hoogleraar aan Tilburg University

**D**uurzaam beleggen wordt steeds belangrijker. Banken spelen hier bijvoorbeeld op in door producten aan te bieden die uitsluitend beleggen in ondernemingen die maatschappelijk verantwoord beleid voeren. Ook voor pensioenfondsen is duurzaam beleggen de afgelopen jaren belangrijker geworden. Zo hebben meer dan zeventig pensioenfondsen het Convenant Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen Pensioenfondsen ondertekend (FD, 2018). Politiek gezien is dit eveneens relevant: de initiatiefwet-Van Weyenberg beoogt de inspraak van pensioenfondsteelnemers over uitsluitingenbeleid en verantwoord beleggingsbeleid te vergroten (Van Weyenberg, 2018). De Nederlandsche Bank geeft in een sectorbrief (DNB, 2018), op basis van gesprekken met pensioenfondsen en uitvoerders, een aantal suggesties die kunnen bijdragen aan een succesvolle implementatie van een duurzaam beleggingsbeleid, waaronder *zorg voor draagvlak en commitment*.

Eerder onderzoek laat zien dat de overgrote meerderheid van de deelnemers niet wil dat er belegd wordt in kinderarbeid of de wapenindustrie, zelfs niet als daar een rendement van meer dan twintig procent tegenover zou staan (I&O Research, 2015). Borgers en Pownall (2014) laten op basis van gegevens uit 2011 zien dat ruim zeventig procent van de Nederlandse pensioendeelnemers bereid was om minstens één procent van hun pensioen-uitkering op te geven in ruil voor een gepersonaliseerd uitsluitingenbeleid van hun pensioenfonds. Zij kijken dus, bijvoorbeeld, naar

de betalingsbereidheid van individuen die het belangrijk vinden dat een pensioenfonds niet langer investeert in de wapen- of tabaksindustrie.

Naast het uitsluiten van bepaalde beleggingen, kunnen fondsen er ook voor kiezen om alleen te beleggen in ondernemingen of bedrijfstakken die een maatschappelijk verantwoord beleid voeren, bijvoorbeeld door een positieve bijdrage te leveren aan het milieu of aan betere werkomstandigheden voor de werknemers. Hoe belangrijk vinden mensen deze wijze van duurzaam beleggen? Dit onderzoeken we in deze bijdrage.

## Data

In september 2018 hebben we een vragenlijst uitgezet onder een voor Nederland representatieve groep in het LISS- en CentERpanel van 50- tot 65-jarigen die nog niet gepensioneerd waren. Wij beperken ons tot de leeftijdsgroep 50 tot 65, omdat dat degenen zijn die zich het meest bewust met hun pensioen bezighouden. Een deel van de vragenlijst was toegespitst op het duurzaam beleggen door pensioenfondsen. De vragen zijn te vinden in kader 1. Voor het opleidingsniveau, het hebben van kinderen en de sector waarin de respondent werkt, hebben we de data van ons experiment gekoppeld aan gegevens uit andere vragenlijsten van het LISS- en CentERpanel. Omdat er voor sommige respondenten gegevens ontbreken, voeren we de analyses uit op basis van 1.272 individuen.

De sectoren bundelen we in drie groepen (analyses met een fijnere sectorindeling leiden tot dezelfde inzichten). 31 procent van de respondenten is werkzaam in de groep Overheid/semi-overheid, 22 procent heeft een beroep in Diensten, en 16 procent valt onder de Industrie/bouw, 7 procent van de steekproef doet iets anders en voor de rest is er geen sector van toepassing (dit zijn onder meer alle niet-werkzame respondenten). Ruim 75 procent van de respondenten heeft minstens één kind, en er zijn meer hoogopgeleiden in deze steekproef (37 procent hbo of wo) dan lageropgeleiden (27 procent basisonderwijs of vmbo). Verder hebben we data over de leeftijd, het geslacht, de belangrijkste bezigheid (loon-dienst, zelfstandige, anders), het bruto-huishoudinkomenskwartiel en het woningbezit van respondenten.

## Resultaten

We hebben deelnemers gevraagd naar het belang van duurzaam beleggen, het belang van keuzevrijheid hierbij,





en in hoeverre ze bereid zijn een lagere pensioenuitkering te accepteren in ruil voor duurzaam beleggen door het pensioenfonds.

### *Duurzaam beleggen en keuzevrijheid*

Uit figuur 1a blijkt dat ruim 65 procent het belangrijk vindt dat pensioenfonds duurzaam investeren (5 of hoger op een schaal van 1 tot 7). Tevens blijkt dat een meerderheid zelf wil kunnen beslissen of de eigen pensioenpremies duurzaam belegd worden (68 procent kiest 5 of hoger) – zie figuur 1b. Dit laatste is hoger dan in eerder onderzoek van I&O Research (2015), waarin ongeveer 53 procent het belangrijk vond om mee te bepalen waarin het pensioenfonds belegt. Wellicht wordt het verschil verklaard door de recente discussie over meer zeggenschap en individuele verantwoordelijkheid van de deelnemers wat betreft het eigen pensioenkapitaal, maar het is ook mogelijk dat het verschil te maken heeft met de steekproef (vanaf leeftijd 20 bij het onderzoek van I&O Research, van 50 tot en met 64 bij ons). Overigens verschilt het aantal respondenten tussen de twee vragen in figuur 1, omdat sommige respondenten geen pensioenpremies afdragen (bijvoorbeeld zelfstandigen).

Om te zien welke geobserveerde karakteristieken gepaard gaan met een voorkeur voor duurzaam beleggen, schatten we diverse *ordered probit*-modellen (Cameron en Trivedi, 2005). De schattingen zijn samengevat in figuur 2, die voor elke parameter de puntschatting en een negentigprocent-betrouwbaarheidsinterval geeft. Uit de figuur blijkt dat we, zowel voor de vraag over duurzaam investeren door pensioenfonds als voor de vraag over het zelf kiezen of een pensioenfonds duurzaam belegt, geen significante

verschillen vinden tussen de sectoren waarin de respondenten werkzaam zijn.

Verder blijkt dat respondenten met kinderen het vaker belangrijk vinden om de keuze te hebben of een pensioenfonds duurzaam belegt, dan respondenten zonder kinderen. Mensen met kinderen vinden het echter minder

### **Enquêtevragen**

De vragen over duurzaam beleggen werden als volgt geïntroduceerd: “Het wordt steeds populairder om duurzaam te investeren of te beleggen. Hiermee bedoelen we beleggingen in ondernemingen of bedrijfstakken die een maatschappelijk verantwoord beleid voeren. Het gaat dus niet om ondernemingen of bedrijfstakken waarvan het product of beleid ter discussie staat, zoals wapenhandel, de tabaksindustrie of alcoholproducenten en juist wel om ondernemingen die een positieve bijdrage leveren aan het milieu of aan betere werkomstandigheden voor de werknemers. Ook veel pensioenfonds vinden het tegenwoordig belangrijk om duurzaam te investeren. Met de volgende vragen willen wij begrijpen hoe belangrijk u het vindt dat pensioenfonds duurzaam beleggen.” Na deze introductie volgden er vier vragen naar: het belang van duurzaam beleggen (vraag 1); de bereidheid tot een half procent lagere pensioenuitkering (vraag 2a); de bereidheid tot een één procent lagere pensioenuitkering (vraag 2b); en het belang van keuzevrijheid (vraag 3).

Voor vraag 2a hebben we de respondenten willekeurig opgedeeld in twee groepen, elk met een andere framing. De vraag was “Stel dat een pensioenfonds zijn beleggingsbeleid wil aanpassen aan de wensen van de leden. Welke optie zou u adviseren, op basis van uw eigen voorkeuren?” De ene groep respondenten kreeg als antwoordopties (frame A):

1. Pensioenfonds investeert *niet* duurzaam.
2. Pensioenfonds investeert duurzaam, maar dit leidt tot een pensioenuitkering die naar verwachting 0,5 procent lager is dan anders het geval zou zijn.

De andere groep respondenten kreeg (frame B):

1. Pensioenfonds investeert duurzaam.
2. Pensioenfonds investeert *niet* duurzaam, en dit leidt tot een pensioenuitkering die naar verwachting 0,5 procent hoger is dan anders het geval zou zijn.

Afhankelijk van het gegeven antwoord bij vraag 2a, kreeg de respondent bij vraag 2b een 0,5 procentpunt hoger, dan wel een 0,25 procentpunt lager percentage te zien.

**KADER 1**

belangrijk dat pensioenfondsen duurzaam beleggen (figuur 2a). Hoogopgeleiden vinden het vaker belangrijk dan lageropgeleiden dat pensioenfondsen duurzaam beleggen, en willen ook vaker dan anderen zelf kunnen beslissen hoe hun pensioenpremie belegd wordt.

### Lagere pensioenuitkering

Vervolgens hebben we gevraagd of respondenten bereid zijn om een lagere pensioenuitkering te accepteren als het pensioenfonds duurzaam belegt. Dit doen we om te zien hoe menens het de respondenten is. Recent onderzoek naar het rendement van duurzaam beleggen, laat niet eenduidig zien dat dit daadwerkelijk tot een lager of hoger rendement leidt (Eccles et al., 2014; Khan et al., 2016; Krüger, 2015).

Anders dan Borgers en Pownall (2014), hebben we de

respondenten willekeurig opgedeeld in twee groepen, elk met een andere framing (zie ook kader 1). Het belang van framing voor de antwoorden wordt benadrukt in onder andere Tversky en Kahneman (1986) en Brown et al. (2016).

We vinden inderdaad dat de framing van het antwoord wel iets uitmaakt voor de gegeven antwoorden: respondenten blijken wat vaker geneigd te zijn om te kiezen voor hetgeen gepresenteerd wordt als de huidige praktijk van het pensioenfonds. Als men duurzaam beleggen als de standaard presenteert (frame B), dan is ruim 66 procent van de respondenten bereid om een één procent lagere pensioenuitkering te accepteren in ruil voor een duurzaam beleggingsbeleid. Als niet-duurzaam beleggen de standaard is (frame A) dan is dat bijna 55 procent. De werkelijke bereidheid ligt dus ergens tussen 55 procent en 66 procent.

Ongeveer 28 procent van de respondenten blijkt niet bereid om een gedeelte van de pensioenuitkering op te geven voor een duurzaam beleggingsbeleid (circa 31 procent bij frame A en 26 procent bij frame B). Slechts voor een klein deel van de respondenten (11 procent) leidt het lagere, dan wel het hogere percentage bij vraag 2b tot een ander antwoord dan bij vraag 2a. Voor het merendeel van de respondenten maakt het voor het antwoord dus niet uit of duurzaam beleggen een kwart, een half of één procent aan pensioenuitkering kost. Een vervolgonderzoek zou moeten uitwijzen of mensen bereid zijn om nog meer dan één procent pensioeninkomen op te geven, voordat ze niet langer willen dat het pensioenfonds duurzaam belegt.

### Profiel duurzame deelnemers

Wie zijn de mensen die bereid zijn om één procent van de pensioenuitkering op te geven voor duurzaam beleggingsbeleid? Figuur 3 geeft de (gemiddelde) marginale effecten op de kans om te behoren tot deze groep. (De marginale effecten voor de deelnemers die nooit voor duurzaam beleggen kiezen, tonen we niet, maar deze zijn ongeveer gelijk aan het tegengestelde van die in figuur 3.)

In dit model is ook een dummyvariabele opgenomen om het verschil tussen de frames mee te kunnen nemen. Daarbij gaan we ervan uit dat het framing-effect niet varieert ten opzichte van de andere verklarende variabelen. Wanneer het model geschat wordt voor de twee frames afzonderlijk, vinden we kwalitatief grotendeels vergelijkbare (maar minder precieze) resultaten voor elk van de frames.

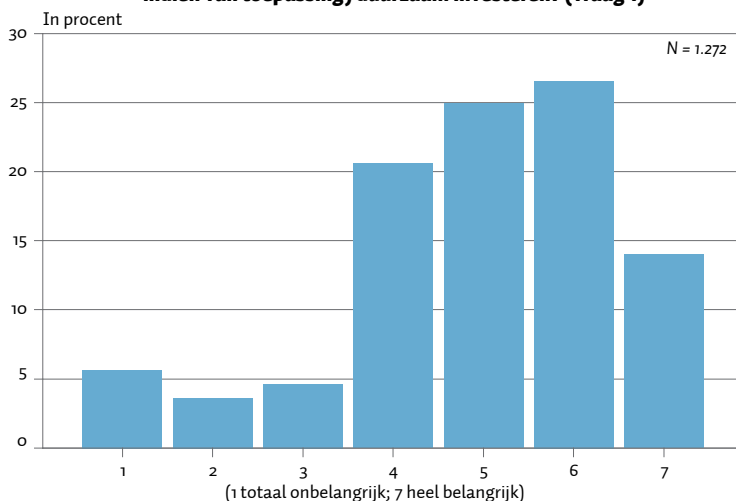
Opvallend is dat uit figuur 3 blijkt dat respondenten met een kind een bijna vijf procent lagere kans hebben om 'altijd duurzaam' te kiezen dan degenen zonder kinderen. Je zou intuïtief juist verwachten dat mensen met kinderen het belangrijk vinden om de wereld beter achter te laten. Verder blijkt dat hogeropgeleiden vaker bereid zijn tot duurzaam beleggen, met vooral een groot verschil tussen hbo/wo en de lagere niveaus. Dat betekent overigens niet dat lageropgeleiden duurzaam beleggen onbelangrijk vinden. Hoewel de voorspelde kansen (niet-gerapporteerd) voor de middelbaar- en hogeropgeleiden respectievelijk tien en zestien procentpunt hoger liggen, is nog altijd ongeveer vijftig procent van de laagopgeleiden bereid tot een lagere uitkering wanneer het fonds duurzaam belegt.

De sector waarin een respondent werkzaam is, is niet

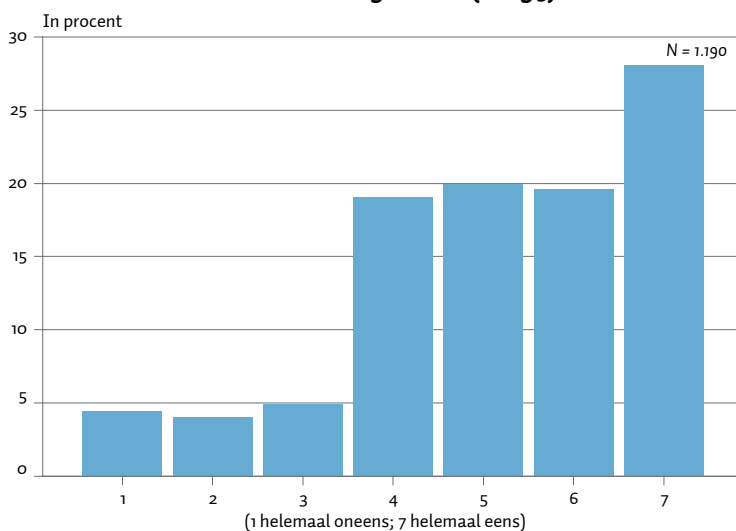
## Antwoorden op vragen over duurzaam beleggen en keuzevrijheid

FIGUUR 1

**1a. Hoe belangrijk is het voor u dat pensioenfondsen (en uw pensioenfonds of pensioenuitvoerder in het bijzonder, indien van toepassing) duurzaam investeren? (vraag 1)**



**1b. Ik wil zelf kunnen beslissen of mijn pensioenpremies duurzaam belegd worden (vraag 3)**



ESB

significantant gerelateerd aan de bereidheid tot het reduceren van pensioenuitkering in ruil voor een duurzaam beleggingsbeleid. Een nadere analyse laat ook geen statistisch verschil zien tussen deelnemers van ABP, Zorg en Welzijn, en andere pensioenfondsen, zo blijkt als we zelfgerapporteerde gegevens daarover voor het jaar 2016 koppelen aan onze data. (De steekproef daalt dan naar 786 koppelen aan onze data. (De steekproef daalt dan naar 786 respondenten, van wie 8,3 procent pensioen bij ABP opbouwt en 7,1 procent bij Zorg en Welzijn (voorheen PGGM).)

## Conclusie

Onder de deelnemers lijkt er veel draagvlak te bestaan voor een duurzaam beleggingsbeleid. Ruim 65 procent van de respondenten vindt duurzaam beleggen door pensioenfondsen belangrijk, bijna 70 procent wil zelf invloed kunnen uitoefenen op hoe duurzaam de eigen premies belegd worden, en ruim de helft tot twee derde van de respondenten, afhankelijk van de framing, is bereid om een één procent lagere pensioenuitkering te accepteren in ruil voor een duurzaam beleggingsbeleid.

Hoewel we verschillen vinden tussen sociaal-economische groepen, is er in alle onderzochte groepen tamelijk brede steun voor een duurzaam beleggingsbeleid, zelfs als dat iets kost in termen van een lagere pensioenuitkering. Op basis hiervan lijkt de eerste suggestie uit de sectorbrief van De Nederlandsche Bank – zorg voor draagvlak en commitment – dus al gerealiseerd, in elk geval voor de nog niet gepensioneerde 50–64 jarigen in onze steekproef. Vervolgonderzoek zal moeten uitwijzen in hoeverre deze voorkeuren hetzelfde zijn voor andere leeftijdsgroepen.

Bovendien blijkt uit het huidige onderzoek dat er geen grote verschillen zijn tussen respondenten werkzaam in de diverse sectoren. Dat pleit voor samenwerking en een gezamenlijke aanpak. Het lijkt nu dus aan de pensioenfondsen en andere uitvoerders om door te pakken en verdere invulling te geven aan een duurzaam beleggingsbeleid. Het convenant is in dit opzicht een goede eerste stap.

## Literatuur

Borgers, A.C.T. en R.A.J. Pownall (2014) Attitudes towards socially and environmentally responsible investment. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 1, 27–44.

Brown, J.R., A. Kapteyn en O.S. Mitchell (2016) Framing and claiming: how information-framing affects expected social security claiming behavior. *Journal of Risk and Insurance*, 83(1), 139–162.

Cameron, A.C. en P.K. Trivedi (2005) *Microeconometrics: methods and applications*. Cambridge: Cambridge University Press.

DNB (2018) Sectorbrief Duurzaam beleggen pensioenfondsen: inzichten uit de praktijk, 27 augustus. Brief te vinden op [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl).

Eccles, R.G., I. Ioannou en G. Serafeim (2014) The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.

FD (2018) Pensioenfondsen tekenen akkoord. *Het Financieel Dagblad*, 20 december.

I&O Research (2015) *Onderzoek pensioendeelnemers: kennis, houding en standpunten t.a.v. beleggingsbeleid*. Rapport i.o.v. *Trouw*, te vinden op [ioresearch.nl](http://ioresearch.nl).

Khan, M., G. Serafeim en A. Yoon (2016) Corporate sustainability: first evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724.

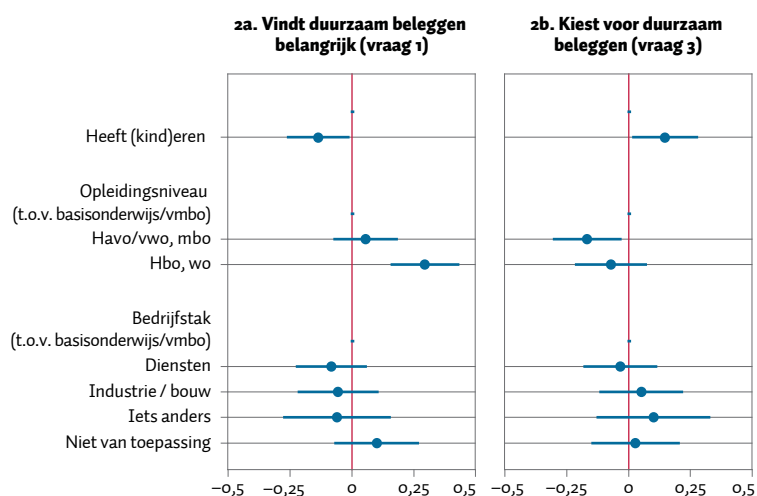
Krüger, P. (2015) Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304–329.

Tversky, A. en D. Kahneman (1986) Rational choice and the framing of decisions. *The Journal of Business*, 59(4), S251–S278.

Weyenberg, S.P.R.A. van (2018) *Initiatiefwet Van Weyenberg tot vergroten inspraak deelnemers pensioen over uitsluitingenbeleid en verantwoord beleggingsbeleid*. Informatie te vinden op [www.internetconsultatie.nl](http://www.internetconsultatie.nl).

## Belang gehecht aan duurzaam beleggen

FIGUUR 2

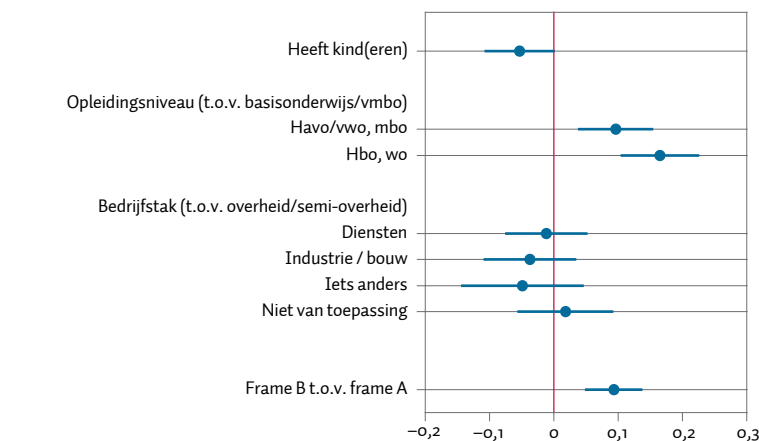


Noot: Bolletjes geven de puntschattingen weer en de bijbehorende horizontale lijnen het negentigprocent-betrouwbaarheidsinterval. Wanneer de strepen de rode lijn doorkruisen zijn de behorende parameters niet significant verschillend van 0. Overige controlevariabelen: leeftijd (50–54, 55–64), geslacht, belangrijkste bezigheid (loondienst, zelfstandige, anders), bruto-huishoudensinkomenskwartiel, woningbezit en paneeldeelname (LISS, CentERpanel).

ESB

## Bereidheid om één procent pensioenuitkering op te geven voor duurzaam beleggen

FIGUUR 3



Noot: Bolletjes geven de puntschattingen van de marginale effecten weer en de bijbehorende horizontale lijnen het negentigprocent-betrouwbaarheidsinterval. Wanneer de strepen de rode lijnen doorkruisen zijn de behorende parameters niet significant verschillend van 0. Overige controlevariabelen: leeftijd (50–54, 55–64), geslacht, belangrijkste bezigheid (loondienst, zelfstandige, anders), bruto-huishoudensinkomenskwartiel, woningbezit en paneeldeelname (LISS, CentERpanel).

ESB



# Stijging WIA-instroom nog geen reden tot zorg

De introductie van de Wet werk en inkomen naar arbeidsvermogen (WIA) in 2006 leidde tot een drastische daling van het aantal nieuwe arbeidsongeschiktheidsuitkeringen. Maar sindsdien stijgt de instroom elk jaar en inmiddels bedraagt ze meer dan het dubbele van die in 2006. Was het succes tijdelijk?

## IN HET KORT

- Demografische ontwikkelingen en opbouweffecten verklaren 41 procent van de stijging van de WIA-instroom.
- Ook de rest van de stijging vormt nog geen reden tot zorg; conjunctuur en nieuw beleid spelen daarbij een belangrijke rol.
- WW'ers vormen de meest kwetsbare groep: ze hebben een tot tien keer hogere kans om in de WIA te komen dan werknemers.

## ED BERENDSEN

Senior kennisadviseur bij UWV

## CARLA VAN DEURSEN

Senior kennisadviseur bij UWV

## JAN-MAARTEN VAN SONSBEEK

Chief Science Officer bij het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid

**H**et eerste deel van dit tweeluik onderzocht het effect van de invoering in 2006 van de Wet werk en inkomen naar arbeidsvermogen (WIA) op arbeidsdeelname en inkomen in vergelijking met de Wet op de arbeidsongeschiktheidsverzekering (WAO; Van Sonsbeek et al., 2019). Daaruit bleek dat de invoering van de WIA heeft geleid tot duurzaam minder arbeidsongeschiktheidsuitkeringen en meer arbeidsdeelname, met per saldo een verbetering van de inkomenspositie van langdurig zieken. In dit tweede deel gaan we in op de ontwikkeling van het aantal arbeidsongeschiktheidsuitkeringen sinds de introductie van de WIA in 2006. Volgens de officiële cijfers van UWV ging de WIA in eerste instantie gepaard met een enorme daling van de jaarlijkse instroom, van 59.000 in het laatste WAO-jaar naar 21.000 in het eerste WIA-jaar. Daarna steeg de instroom echter opnieuw, tot 43.000 in 2018 (figuur 1). Welke factoren verklaren deze stijging van 22.000 en is dit reden tot zorg?

## Verklarende factoren

De stijging van de instroom tussen 2006 en 2018 komt van drie groepen verzekerden die in aanmerking komen voor de WIA: werknemers met een vast contract, werknemers met een tijdelijk contract (waaronder uitzendkrachten) en mensen met een WW-uitkering. De laatste twee groepen noemen we *vangnetters*, omdat zij bij ziekte een uitkering krijgen krachtens de vangnet-Ziektewet. De instroomstijging van 22.000 valt uiteen in een stijging van 9.300 onder vaste werknemers, 5.600 onder tijdelijke werknemers en 7.400 onder WW'ers.

Een deel van deze stijging komt door drie factoren die niets te maken hebben met de effectiviteit van de WIA. Ten eerste ontstaan er bij invoering van een nieuwe wet altijd opbouweffecten, en bij de WIA zorgden deze voor een substantiële groei gedurende de eerste vijf jaar. Een deel van de aanvragen leidt pas in het volgende kalenderjaar tot uitkering. Daarnaast groeit het aantal mensen dat al eens WIA heeft aangevraagd en dat bij hernieuwde uitval versneld kan instromen of her-instromen. We corrigeren voor deze twee opbouweffecten door de aantallen te verhogen naar de later gerealiseerde evenwichtssituatie. Vooral in de eerste vijf jaar is het effect ervan aanzienlijk.

Ten tweede zorgden verschillende verschuivingen in administratieve processen ervoor dat de WIA-instroomstatistiek in sommige jaren een vertekend beeld gaf van het werkelijke gebruik. Dit betreft de omvang van het jaarlijkse aantal voorschotbetalingen, de invoering van een kortere beslissingstermijn en een aanpassing van de betaalperiode (Berendsen en Van Deursen, 2013). De opbouweffecten en administratieve verschuivingen nemen samen 5.000 van de totale instroomstijging tussen 2006 en 2018 voor hun rekening, dat is 24 procent.

Ten derde kunnen ook demografische ontwikkelingen bijdragen aan de stijging van de WIA-instroom. Tussen 2006 en 2018 groeide het aantal verzekerden met drie procent. Juist de groep met het hoogste risico om arbeidsongeschikt te worden nam toe – ouderen en (oudere) vrouwen. Als gevolg van het afschaffen van de regelingen voor vervroegde uittreding (via onder meer de Wet aanpassing fiscale behandeling VUT- en prepensioenregelingen uit 2004) en door de verhoging van de AOW-leeftijd, verdubbelde de arbeidsparticipatie van zestigplussers. Het aandeel vrouwen binnen de WIA-verzekerden steeg van 45 procent naar ruim 48 procent. Deze toename concentreerde zich bij de oudere leeftijdsgroepen. Verder nam het aandeel verzekerden met een tijdelijk contract toe (van 21 naar 32 procent) en groeide het aandeel WW'ers (van vier naar vijf procent), allebei groepen met een hoger leeftijdsspecifiek risico dan werknemers met een vast dienstverband. Voor de demografische ontwikkelingen corrigeren we door de (al voor opbouw en administratieve verschuivingen gecorrigeerde) leeftijds- en geslachtsspecifieke instroompercentages van startjaar 2006 toe te passen op het aantal verzekerden. Dit is afzonderlijk gedaan voor vaste werknemers, tijdelijke werknemers en WW'ers, waarmee we dus ook de toegenomen flexibilisering meenemen als demografische ontwikkeling. Dan blijkt dat 4.000 (zeventien procent) van de instroomstijging tussen 2006 en 2018 valt te verklaren uit de demografische ontwikkelingen.

Dit is het tweede artikel van een tweeluik. Zie vorig nummer voor het eerste deel.



Kortom: 41 procent van stijging van de jaarlijkse WIA-instroom tussen 2006 en 2018 valt te verklaren door opbouw-, administratieve en demografische effecten (figuur 1). Het onverklaarde deel van de stijging van 22.000 personen bedraagt ruim 13.000.

### Onverklaarde stijging

Onderverdeeld naar groepen verzekerden valt de onverklaarde instroomstijging uiteen in 6.900 vaste werknemers, 2.400 tijdelijke werknemers en 4.000 WW'ers. Het onverklaarde deel van de stijging concentreert zich in de beginjaren, tussen 2008 en 2010, en in de laatste drie jaar, tussen 2016 en 2018 (figuur 1). Figuur 2 toont de instroompercentages van de drie verschillende groepen verzekerden. Bij deze fluctuaties kunnen nieuw beleid en conjunctuur een rol spelen, de gevolgen daarvan kunnen we wel kwalitatief duiden maar niet precies kwantificeren.

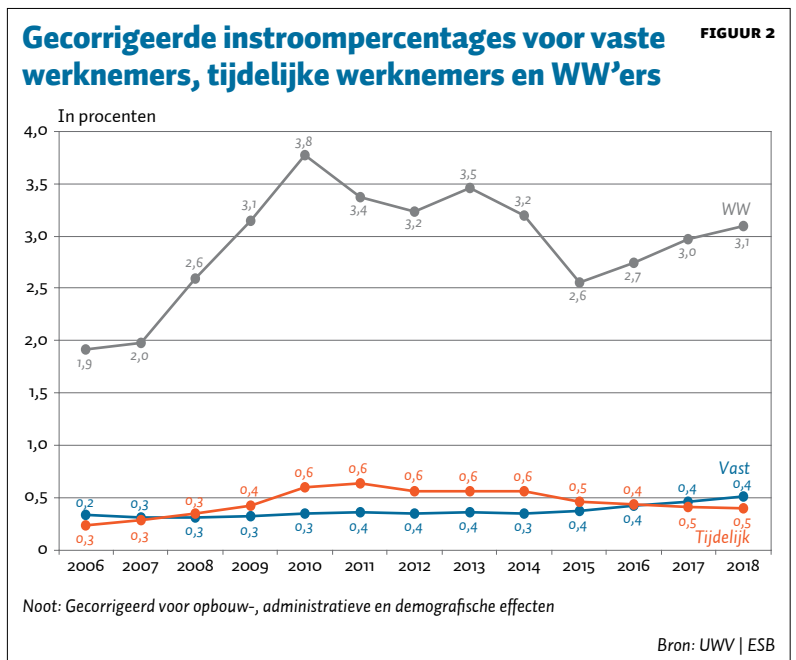
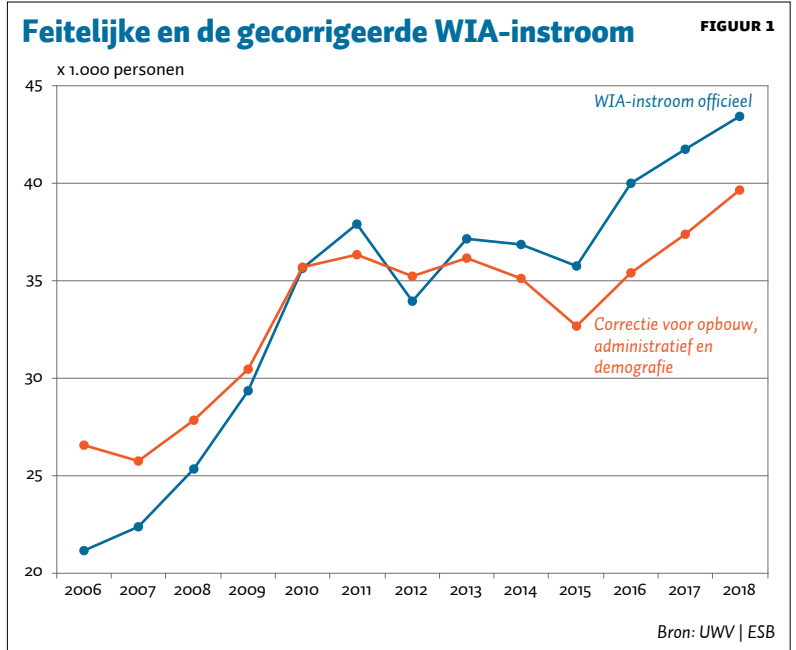
### Vaste werknemers

Bij de vaste werknemers bleef het gecorrigeerde WIA-instroompercentage lange tijd stabiel – tot er in 2016 een stijging inzette. Deze stijging zit vooral bij de zestigplussers en begon voor deze groep al vanaf het afschaffen van de VUT-regelingen in 2006. Door het beleid gericht op langer doorwerken, blijven niet alleen de fitte, maar ook de minder fitte zestigplussers langer aan de slag. De mogelijkheid om bij gezondheidsproblemen vervroegd uit te treden, is er immers niet meer. Dit vertaalde zich in een stijging van het (gecorrigeerde) instroompercentage van de zestigplussers van 0,3 procent in de eerste WIA-jaren tot bijna één procent in 2018. Deze risicostijging bij zestigplussers doet zich niet voor bij tijdelijke werknemers en in beperkte mate bij de WW'ers. De groei van het aantal oudere werknemers is nog niet voltooid, vooral de groep 65–67 jaar zal nog groeien, waardoor de kans bestaat dat hun risico boven de één procent zal uitstijgen. Vooralsnog zijn hier geen aanwijzingen voor: de instroomrisico's in de leeftijdsgroepen van 62–64 jaar zijn wel groter geworden sinds men niet meer vervroegd kan uittreden, maar liggen nog steeds niet hoger dan die van de 61-jarigen, de groep die ook in het verleden niet vervroegd kon uittreden. Daarnaast betogen Dillingh et al. (2018) dat de ontwikkeling van de gezonde levensverwachting waarschijnlijk de ontwikkeling van de totale levensverwachting zal volgen, zodat de werkende ouderen in de toekomst gezonder zullen zijn dan nu.

Ook het instroompercentage in de jongere leeftijdsgroepen stijgt licht, hoofdzakelijk bij vrouwen. Hiervoor hebben we nog geen verklaring. Bij een uitsplitsing van de instroom naar sector valt het wel op dat de stijging in 2016 zich vooral voordeed bij de overheid, zorg en financiële dienstverlening. Dat zijn sectoren waarin in de voorafgaande jaren veel bezuinigd werd en de werkprocessen sterk veranderden (Berendsen en Van Deursen, 2018). In 2017 en 2018 steeg echter ook in de meeste andere sectoren de WIA-instroom licht bij werknemers jonger dan zestig jaar.

### Tijdelijke contracten

In de beginjaren van de WIA, in het bijzonder in 2009 en 2010, stegen de instroomkansen sterk van tijdelijke werknemers in alle leeftijdsgroepen. De groeistijging valt



aanvankelijk samen met een aantrekkende conjunctuur. Dit procyclische verband tussen verzuim en conjunctuur is bekend (Stegeman, 2005). Bij het aantrekken van de arbeidsmarkt vanaf 2004 betraden veel werknemers – ook de minder gezonde – de arbeidsmarkt met een tijdelijk contract. Een deel van hen wordt na verloop van tijd ziek, waardoor het contract niet verlengd wordt en ze de Ziektewet in gaan. Opvallend is echter dat de crisis vanaf 2009 geen ommekeer in de instroom van tijdelijke werknemers bewerkstelligde. Het aantal tijdelijke banen bleef dan ook stijgen, een dipje in 2009 uitgezonderd. Daarbij komt dat vanaf 2009 meer vaste werknemers ziek uit dienst treden door reorganisatie of faillissement. Werkgevers letten bij deze groep – binnen de mogelijkheden van de ontslagbescherming bij ziekte – sterk op gezondheid (Houtman et al., 2013; Van Deursen en Berendsen, 2013). Zij komen

dan in de vangnet-Ziektewet en stromen onder de noemer 'tijdelijke werknemers' de WIA in.

In 2015 zien we een daling van de WIA-instroom bij tijdelijke werknemers en bij WW'ers. Deze daling is het gevolg van de invoering in 2013 van de Wet beperking ziekteverzuim en arbeidsongeschiktheid vangnetters (Wet Bezava). Werknemers die ziek uit dienst gaan en zieke WW'ers worden nu na één jaar ziekte beoordeeld op resterende verdien capaciteit. Als blijkt dat de vangnetter minimaal 65 procent van het oude loon kan verdienen, wordt de Ziektewetuitkering beëindigd. Hierdoor kwam de WIA-instroom bij beide groepen op een structureel lager niveau te liggen dan zonder Wet Bezava het geval zou zijn geweest. Het relatief lage instroomrisico van tijdelijke werknemers heeft overigens te maken met het feit dat ze jonger zijn dan vaste werknemers. Vergelijken we dezelfde leeftijdsgroepen, dan hebben vaste werknemers juist een lager risico.

### *Personen met WW-uitkering*

De gecorrigeerde WIA-instroomkans van de WW'ers fluctueert sterk over de tijd. Een eerste verklaring is dat in tijden van crisis veel mensen, ook zij met een goede gezondheid, door overmacht werkloos worden. In tijden van arbeidsmarktkrapte (2004–2008) bestaat de WW-populatie daarentegen uit relatief minder kansrijke werkzoekenden, bijvoorbeeld vanwege een slechtere gezondheid. Dit vertaalt zich – met een vertraging van twee jaar – in hogere instroomcijfers. Ten tweede kan de verkorting van de WW-duur in 2006 een rol spelen. Hierdoor werd het voor steeds minder oudere WW'ers mogelijk om tot hun pensioen een WW-gerelateerde uitkering te houden. In welke mate deze twee effecten de WW-ontwikkelingen verklaren, is met de beschikbare data niet te kwantificeren.

In figuur 2 valt ook op dat de kans voor een WW'er om arbeidsongeschikt te worden, vijf tot tien keer hoger is dan voor een werknemer. Daarvoor zijn er verschillende redenen. Zo is het bekend dat werkloosheid een negatieve invloed heeft op zowel de feitelijke als de beleefde gezondheid (Schuring et al., 2011). Ook speelt een rol dat de kans op re-integratie na ziekmelding voor een WW'er veel geringer is dan voor een werknemer. Er is immers geen werkgever die een financieel belang heeft bij snelle re-integratie. Dit laatste geldt overigens ook voor werknemers die ziek uit dienst gaan.

### **Conclusie**

De jaarlijkse instroom in de WIA is tussen 2006 en 2018 verdubbeld. 41 procent van die stijging kan worden verklaard door opbouweffecten en demografische ontwikkelingen, inclusief flexibilisering. Het onverklaarde deel van de instroomstijging valt kwalitatief te duiden op basis van conjuncturele factoren en nieuw beleid. In de beginjaren van de WIA tot 2010 is de stijging geconcentreerd bij tijdelijke werknemers en WW'ers en volgt dan de conjunctuur en de verkorting van de WW-duur. Tussen 2011 en 2015 is de WIA-instroom stabiel. De nieuwe stijging vanaf 2016 is vooral een gevolg van het langer doorwerken van oudere werknemers met een vast dienstverband. Deze stijging werd vooraf door het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid ingecalculereerd bij het verhogen van de

AOW-leeftijd. Bij tijdelijke werknemers is dankzij beleid en de hoogconjunctuur het risico de afgelopen jaren zelfs gedaald. Bij de WW'ers moeten de ontwikkelingen van de instroom nog verder onderzocht worden, maar de recente lichte stijging lijkt vooral een logisch gevolg van de aantrekkende economie, waardoor WW'ers met gezondheidsproblemen 'overblijven'. Per saldo is de waargenomen instroomontwikkeling in de WIA grotendeels verklaarbaar, en daarom vooralsnog geen reden tot zorg.

### **Literatuur**

- Berendsen, E. en C. van Deursen (2013) *Stijging WIA-instroom 2006–2012: invloed van demografie, opbouw en administratieve wijzigingen*. UWV Kennisverslag, 2013-3, 17–24.
- Berendsen, E. en C. van Deursen (2018) *Stijging WIA-instroom: waardoor steeg de instroom van zieke werknemers in 2016?* UWV-onderzoeksrapport, december 2018.
- Deursen, C. van, en E. Berendsen (2013) *Stijging WIA-instroom 2006–2012: invloed van werking arbeidsmarkt*. UWV Kennisverslag, 2013-3, 25–34.
- Dillingh, R., J. Bolhaar, M. Lever et al. (2018) *Effect van stijging AOW-leeftijd op arbeidsongeschiktheid*. CPB Achtergronddocument, 18 september.
- Houtman, I., R. Steenbeek, M. van Zwieten en S. Andriessen (2013) *Verklaring stijging WIA-instroom vanuit werkgeversperspectief: een vignettenstudie*. TNO Rapport, 051.02395/01.01.
- Schuring, M., F.A. Reijenga, B. Carlier en A. Burdorf (2011) *Gezondheidsbeleving van werklozen: wat is bekend en wat zijn witte vlekken?* Erasmus MC/ASTri Literatuurstudie. Te vinden op [www.arbeidsdeskundigen.nl](http://www.arbeidsdeskundigen.nl).
- Sonsbeek, J.M. van, T. Kantarcı en Y. Zhang (2019) *WIA stimuleert arbeidsdeelname en inkomen meer dan WAO*. ESB, 104(4772), 158–161.
- Stegeman, H. (2005) *De conjunctuurgevoeligheid van ziekteverzuim*. CPB Document, 99.

# Normalisatie monetair beleid noopt tot keuze

De financiële crisis is ruimschoots voorbij. Wanneer de economische omgeving het toelaat, normaliseert de Europese Centrale Bank (ECB) haar monetaire beleid. Daarbij zal ze moeten kiezen: moet ze de grotere balans aanhouden, of terug naar de kleine intermediërende rol van voor de crisis?

## IN HET KORT

- Het stoppen van de netto-aankopen door de ECB is een belangrijke stap in de normalisatie van monetair beleid.
- Normalisatie vereist een keuze over de rol die de ECB in de toekomst zal aannemen op financiële markten.
- Markten zijn minder gevoelig voor liquiditeitsschokken bij een grotere rol van de ECB, maar worden ook minder gedisciplineerd.

## JOOST BATS

Econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB)

## JORIEN FRERIKS

Econoom bij DNB

## YVO MUDE

Econoom bij DNB

## RENÉ ROLLINGSWIJER

Afdelingshoofd monetaire operaties bij DNB

Tien jaar na het begin van de crisis gaat het Euro-systeem (de Europese Centrale Bank en de nationale centrale banken in het eurogebied, hierna de ECB) richting de normalisatie van haar monetaire beleid. Hiermee komt een einde aan de inzet van een scala aan uitzonderlijke monetaire instrumenten, zoals grootschalige obligatie-aankopen en langlopende leningen aan banken.

De nieuwe instrumenten van de ECB hebben een directe invloed op de rentes van obligaties uitgegeven door overheden, bedrijven en banken. Daarnaast heeft de ECB met de uitvoering van haar beleid een veel proactievare rol ingenomen ten aanzien van de stabiliteit van het financiële stelsel. Daarbij is de omvang van de centrale-bankbalans tot ongekende hoogtes gestegen en is de compositie hiervan, zowel qua looptijd als qua type activa, fors gewijzigd. De inzet van deze instrumenten werd bij de oprichting van de ECB niet voorzien en zorgt voor een ingrijpende verandering in de wijze waarop prijsstabiliteit wordt nagestreefd. De doelstelling van de ECB is gelijk gebleven.

Wanneer de economische omgeving een kleinere rol van de ECB toestaat, is de belangrijkste vraag hoe monetair beleid in de toekomst het meest effectief kan worden uitgevoerd. Hierbij is er een keuze tussen operationele regimes. Hoewel de ECB met het stoppen van de netto-aankopen per januari 2019 een belangrijke stap heeft gezet in de normalisatie van haar monetaire beleid, hoeft de keuze voor een regime nu nog niet gemaakt te worden. Dat hoeft pas nadat ze een groot deel van haar balans heeft afgebouwd. Dit artikel bespreekt de voor- en nadelen van deze regimes.

Deze discussie is van evident belang. Het gekozen einddoel beïnvloedt ook de beslissingen die de ECB de komende jaren in de monetaire normalisatiefase maakt. Hierbij kunnen lessen worden getrokken uit de recente ervaringen in de Verenigde Staten. De Federal Reserve is al verder in dit proces, en heeft naast een serie renteverhogingen een begin gemaakt met de afbouw van haar omvangrijke balans. Daarbij is uitvoerig over de gewenste uitvoering van monetair beleid gediscussieerd en besloten dat de Amerikaanse centrale bank in de toekomst met een grotere balans dan voor de crisis zal opereren (FOMC, 2019).

## Voor de crisis

Monetair beleid borgt de prijsstabiliteit door de financiële condities te sturen. Voor de crisis stuurde de ECB louter kortlopende geldmarktrentes (hierna: korte rentes) om haar uiteindelijke doelstelling te bereiken. Via arbitrageregulaties beïnvloedde de ECB vervolgens indirect andere rentes in de economie, zonder deze direct te sturen. De ECB kan controle uitoefenen op korte rentes doordat er vanuit de economie een vraag naar basisgeld bestaat (bankbiljetten en centrale-bankreserves waarmee transacties in de economie uiteindelijk worden afgewikkeld) en ze de enige is die dit basisgeld kan uitgeven. De ECB accommodeert de vraag naar basisgeld via haar monetaire operaties, waarbij ze voor de crisis precies genoeg centrale-bankreserves verstrekte om aan de vraag naar basisgeld te voldoen. Op die manier stuurde ze korte rentes in een zogenoemd symmetrisch corridorsysteem naar het gewenste niveau, zie kader 1 voor uitleg. Het gewenste niveau van de beleidsrente, dat als passend werd geacht om het mandaat van prijsstabiliteit te bereiken, werd (en wordt) vastgesteld door de Raad van Bestuur van de ECB.

De wijze waarop de centrale bank centrale-bankreserves verstrekte werd niet als een monetaire parameter gezien. De Wallace Neutraliteit stelt immers dat veranderingen in de financieringsstructuur van de geconsolideerde overheid – dat is inclusief de centrale bank – direct worden ‘weggegarbitreerd’ door de financiële markten en daarom niet relevant zijn. De omvang van de centrale-bankbalans was beperkt, en werd vooral bepaald door de vraag naar basisgeld vanuit de economie. Doordat de monetaire operaties uit gedekte kortlopende herfinancieringsoperaties aan banken bestonden, was de intermediaire rol op de financiële markten en de risicopositie van de ECB beperkt.

## Sinds de crisis

Sinds het begin van de crisis heeft de ECB een reeks uitzonderlijke monetaire instrumenten ingezet, waaronder

aankoopprogramma's en onbeperkte verstrekking van centrale-bankreserves met een totale waarde van respectievelijk 2.600 en 700 miljard euro. Hiermee is de ECB de financieringslasten van overheden, banken en bedrijven directer gaan beïnvloeden. Ondanks dat de beleidsrente de ondergrens had bereikt, kon de ECB met deze maatregelen de financiële condities verder verruimen. Als gevolg van deze maatregelen is de omvang en compositie van de centrale-bankbalans ingrijpend veranderd (figuur 2). De omvang van de monetaire activa is verzesvoudigd en overstijgt 25 procent van het bruto binnenlands product (bbp) van het eurogebied.

Met de inzet van deze onconventionele instrumenten is de intermediaire rol van de centrale bank op financiële markten sterk toegenomen. Tevens is de wijze waarop de ECB korte rentes stuurt ingrijpend veranderd. Door de toename in het aanbod van centrale-bankreserves is er namelijk een fors liquiditeitsoverschot ontstaan (nu ruim 1.900 miljard euro). Banken beschikken hierdoor over veel meer reserves dan noodzakelijk (dit komt overeen met het liquiditeitsaanbod bij Q2 in figuur 1). Hierdoor zijn de korte rentes van het midden van de corridor richting de vloer gedaald (zie figuur 2). De facto opereert de ECB tegenwoordig dus in een zogenoemd vloersysteem, waarbij een verandering in de hoeveelheid reserves nauwelijks effect heeft op korte rentes. De ECB behoudt met deze veranderingen echter de controle over korte rentes, omdat de depositofaciliteitrenten een belangrijk ankerpunt vormt (DNB, 2017).

## In de toekomst

Met de beslissing om de uitbreiding van haar aankoopprogramma's per januari 2019 te stoppen, komt er een einde aan de balansuitbreidingen van de ECB. Dankzij het voornemen om alle aflossingen onder haar aankoopprogramma voor langere tijd te herinvesteren, houdt de ECB de omvang van haar balans en het liquiditeitsoverschot echter nog geruime tijd in stand (ECB, 2018b). Tenzij de ECB de overliquiditeit actief gaat absorberen, neemt het liquiditeitsoverschot pas af als de herinvesteringen stoppen en de (langlopende) leningen aan het bankwezen aflopen. Voor de afzienbare toekomst blijft de ECB dus nog in een vloersysteem opereren.

In de toekomst komt de ECB voor de keuze te staan of ze zal terugkeren naar een corridorsysteem, of dat ze permanent in een vloersysteem blijft opereren. Met een keuze voor een vloersysteem wordt het einddoel sneller bereikt omdat in een vloersysteem enige overliquiditeit behouden blijft en de balans minder ver hoeft te worden afgebouwd.

In beide systemen kan de ECB de rente effectief sturen, maar bij de keuze speelt een viertal factoren een rol. Ten eerste behoudt de ECB met een vloersysteem eenvoudiger controle over korte rentes bij de natuurlijke rente die tegenwoordig lager ligt (Holston et al., 2017; Rachel en Smith, 2017). Deze lage natuurlijke rente vergroot namelijk de kans op het opnieuw inzetten van onconventioneel monetair beleid, omdat er minder monetaire verruiming kan worden gecreëerd via het traditionele rente-instrument. In een corridorsysteem zullen rentes bij dergelijke additionele liquiditeitsverstrekking net als in de crisis dalen van het midden naar de vloer van de corridor. Deze transitie levert tijdelijk een grotere onzekerheid op. In een vloersysteem gebeurt dit niet, omdat de rentes reeds op de vloer handelen.

Ten tweede kan een vloersysteem wenselijker zijn omdat de toekomstige vraag naar centrale-bankreserves onzekerder is dan voor de crisis. Vanwege de aanscherping van financiële regelgeving is het gedrag van banken structureel veranderd. In een recente enquête, uitgevoerd door de Amerikaanse Federal Reserve, geven banken aan bereid te zijn om een premie te betalen voor het aanhouden van overtollige reserves (Federal Reserve, 2018). Hieraan kan een verminderde risicobereidheid van banken ten grondslag liggen. Tevens kan de resterende fragmentatie tussen de nationale financiële systemen zorgen voor een minder efficiënte verdeling van reserves in het eurogebied. Hierdoor kan een deel van de banken een tekort aan reserves hebben, terwijl er toch voldoende reserves in het bancaire systeem aanwezig zijn.

In een vloersysteem vormt een grotere onvoorspelbaarheid van de vraag naar centrale-bankreserves geen uitdaging: de ECB kan de rente naar de vloer sturen door een voldoende groot liquiditeitsoverschot te creëren. Maar voor de uitvoering van het monetaire beleid in een corridorsysteem vormen deze veranderingen een uitdaging. Het wordt immers lastiger voor de centrale bank om een inschatting te maken van de hoeveelheid reserves die ze moet verstrekken om rentes naar het midden van de corridor te sturen. Maar het is niet onmogelijk. De ECB zal immers vanzelf erva-

## Corridorsysteem

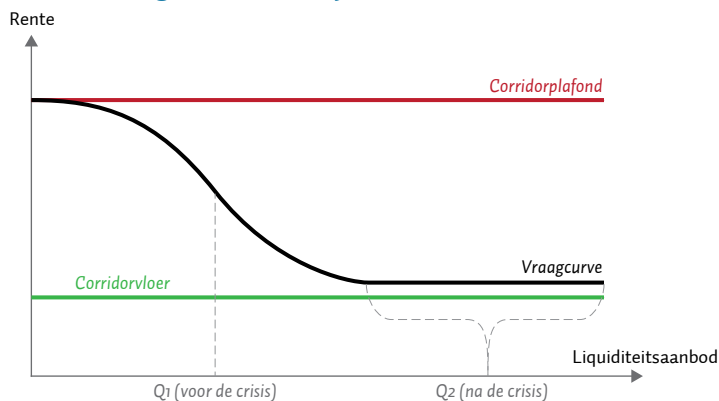
In een corridorsysteem creëert de centrale bank een corridor rondom haar centrale beleidsrente. Het plafond van deze corridor wordt gevormd door de rente waartegen banken bij een tekort aan centrale-bankreserves kunnen lenen bij de centrale bank (marginale beleningsfaciliteit). De vloer bestaat uit de rente waartegen banken overtollige centrale bankreserves kunnen stallen bij de centrale bank (depositofaciliteit). Zie figuur 1 waarin dit grafisch is weergegeven.

Banken worden in dit systeem gemotiveerd om individuele liquiditeitsfluctuaties op te vangen door aan elkaar geld uit te lenen (het verschil in rente tussen plafond en vloer biedt ruimte voor banken om met elkaar tegen gunstigere tarieven te handelen). De centrale bank stuurt de rentes op deze transacties op de interbancaire geldmarkt naar het midden van de corridor, door het aanbod van reserves zo aan te passen dat vraag en aanbod daar in evenwicht zijn. Dit is punt Q1.

KADER 1

## Rentesturing binnen een symmetrische corridor

FIGUUR 1



Noot: Bij Q1 is het aanbod aan centrale-bankreserves gebalanceerd aan de vraag, bij Q2 is er een liquiditeitsoverschot



ring opdoen met het inschatten van de vraag naar centrale-bankreserves in de nieuwe financiële omgeving. Daarnaast heeft de ECB de instrumenten om het liquiditeitsaanbod bij onverwachte schokken in de vraag op korte termijn bij te stellen.

Ten derde bestaat er een afriuil tussen de disciplinerende werking van de interbancaire geldmarktactiviteit en de ex-ante-weerbaarheid voor systeembrede liquiditeitschokken. In een corridorsysteem zijn banken genoodzaakt om met elkaar te handelen. Hoewel de centrale bank op geaggregeerd niveau genoeg reserves verschaft, wordt de verdeling van deze reserves aan de markt overgelaten. Deze onderlinge afhankelijkheid dwingt banken tot een prudent beleid en wederzijdse risicomonitoring, al is uit de crisis is gebleken dat dit niet zaligmakend is. Een vloersysteem vermindert deze prikkels voor wederzijdse monitoring aanzienlijk. De interbancaire vraag naar centrale-bankreserves verdwijnt immers als een overschot ervoor zorgt dat banken eenvoudig kunnen voldoen aan hun reservevraag.

Daar staat tegenover dat een vloersysteem ex ante weerbaarder is tegenover systeembrede liquiditeitsschokken. In de praktijk betekent deze grotere weerbaarheid dat rentes kleinere uitslagen kennen. In een vloersysteem houdt de ECB controle over korte rentes als ze in de toekomst opnieuw liquiditeit aan het systeem moet verstrekken om aan liquiditeitsstress het hoofd te bieden. In een corridorsysteem worden die schokken ex post opgevangen (Bats et al., 2018) en is het liquiditeitsevenwicht tijdelijk verstoord.

Ten vierde wijzen sommigen op risico's van het opereren met een liquiditeitsoverschot. Het liquiditeitsoverschot zou de allocatie van het kapitaal verstoren en daarmee potentiële zeepbelvorming veroorzaken. De centrale bank kan echter effectief in een vloersysteem opereren met een significant kleiner liquiditeitsoverschot dan nu het geval is. Met een kleiner overschot zijn de risico's ook beperkter.

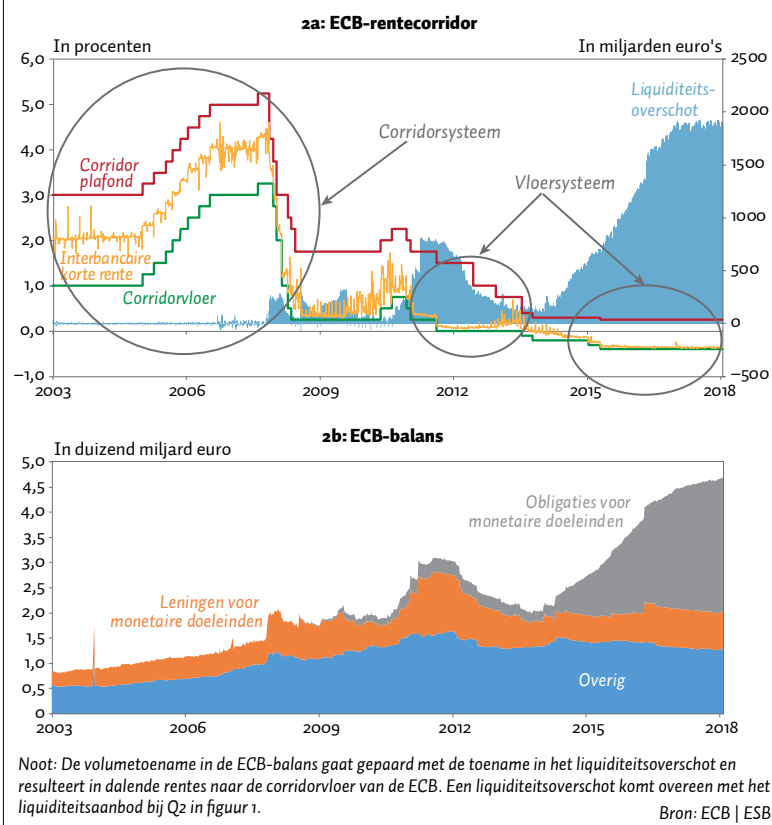
## Vloer of corridor

Uiteindelijk dient de ECB een keuze te maken wat betreft het einddoel van de normalisatie van haar monetaire beleid, hetgeen vervolgens weer invloed kan hebben op de keuzes die ze maakt in de normalisatiefase. Met de keuze voor een einddoel neemt de ECB een voorschot op de rol die ze het komende decennium binnen het financiële systeem wil vervullen, met inachtneming van het beginsel van een openmarkteconomie zoals vastgelegd in het EU-verdrag. De keuze heeft namelijk belangrijke implicaties voor de grootte en compositie van de centrale-bankbalans, en daarmee het risicoprofiel van de ECB en de intermediërende rol op de financiële markten. Hierbij is het uitgangspunt een zo klein mogelijke balans en een intermediërende rol voor de centrale bank, behalve als de uitbreiding hiervan noodzakelijk is voor het vervullen van het mandaat en de effectieve uitvoering van het monetair beleid van de ECB.

De ECB hoeft deze keuze overigens nog niet op korte termijn te maken. Immers, het voornemen om de aflossingen onder het aankoopprogramma te herinvesteren, zorgt nog geruime tijd voor een fors liquiditeitsoverschot. Deze tijd dient gebruikt te worden om meer inzicht te krijgen in ten eerste de veranderingen in de vraag naar centrale-bankreserves, en ten tweede de wenselijkheid van een actie-

## Rente en de ECB-balans bij overliquiditeit

FIGUUR 2



ve interbancaire markt. Bij deze vraagstukken kunnen de ervaringen bij de normalisatie van het monetaire beleid in de Verenigde Staten belangrijke inzichten opleveren voor de ECB – al dient daarbij wel rekening te worden gehouden met verschillen in financiële structuur en institutionele opzet. De keuze voor hoe de ECB de rentes wil sturen moet weloverwogen worden gemaakt, gezien het effect dat dit heeft op het gedrag van banken, op het functioneren van financiële markten en uiteindelijk op de effectiviteit van monetair beleid.

## Literatuur

- Bats, J., J.W. van den End en J. Thoolen (2018) *Revisiting the central bank's lender of last resort function*. DNB Occasional Study, 16-4.
- DNB (2017) *Waarom zijn korte markttrentes zo sterk negatief?* DNBulletin, 20 april.
- ECB (2018a) *ECB/Eurosystem policy and exchange rates*. Publicatie te vinden op [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).
- ECB (2018b) *Mario Draghi, Luis de Guindos: introductory statement to the press conference (with Q&A)*, 25 oktober. Tekst te vinden op [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu).
- Federal Reserve (2018) *Senior financial officer survey*, september. Publicatie te vinden op [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
- FOMC (2019) *Transcript of Powell's Press Conference, 30 januari*. Tekst te vinden op [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
- Holston, K., T. Laubach en J. Williams (2017) *Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants*. *Journal of International Economics*, 108(51), 559-575.
- Rachel, L. en T.D. Smith (2017) *Are low real interest rates here to stay?* *International Journal of Central Banking*, 13(3). Artikel te vinden op [www.ijcb.org](http://www.ijcb.org).

# Financiering Rijk maakt gemeente-investeringen procyclischer

Gemeente-investeringen zijn na de crisis fors gekelderd. Door dat de omvang van het gemeentefonds de uitgaven van het Rijk volgt, moesten gemeenten bezuinigen. Kan het Rijk gemeente-investeringen via een andere financieringsystematiek stabiel maken?

## IN HET KORT

- De financieringsystematiek van het Rijk is een belangrijke oorzaak van de dalende gemeente-investeringen tussen 2009 en 2016.
- Gemeenten profiteren minder van lagere lonen en prijzen in perioden van laagconjunctuur.
- Het Rijk laat met de huidige financieringsystematiek een mogelijkheid voor macro-economische stabilisatie liggen.

## FRITS BOS

Wetenschappelijk medewerker bij het Centraal Planbureau (CPB)

## WOUTER VERMEULEN

Programmaleider bij het CPB

Zoals dat met de conjunctuur gaat, zijn op dit moment de mensen en materialen in de bouw niet aan te slepen. Het aantal vacatures in de bouwnijverheid is in tien jaar niet zo hoog geweest, en de bouwkosten zijn fors gestegen. Dit maakt het voor gemeenten duur om nu projecten te realiseren en leidt dus tot aanzienlijke vertragingen. Voorbeelden van vertraagde projecten lopen uiteen van een bioscoop in het centrum van Leeuwarden, woningen rondom metrostation Noord in Amsterdam en een multicultureel centrum in de gemeente Sluis, tot de bouw van Museum Arnhem en de vernieuwing van de Boulevard van Scheveningen (Cobouw, 2018; Bos, 2018).

Een aantal jaren geleden was het in de bouwsector juist kommer en kwel. De werkloosheid onder bouwvakkers was rond 2013 ruim vijf keer zo hoog als nu, zo blijkt uit cijfers van het UWV Kenniscentrum. Gemeenten konden hun ambities toen dus tegen lagere kosten realiseren en zo en passant bouwvakkers aan het werk helpen. Het heeft natuurlijk weinig zin om pleintjes en straten aan te leggen voor huizen die niet gebouwd worden. Maar voor investeringen in publieke werken of voor onderhoud van infrastructuur die vroeg of laat toch plaats moeten vinden, was deze periode van laagconjunctuur misschien bij uitstek geschikt.

De gemeente-investeringen zijn na de crisis echter fors gekelderd. In de periode 2009–2016 ging het ten opzichte van het bruto binnenlands product (bbp) om een daling van veertig procent, van 1,6 naar 1,0 procent bbp.

Deze investeringen blijken in de afgelopen twintig jaar een overwegend procyclisch patroon te hebben gevolgd (Bos, 2018). Als gemeenten vanaf 2009 een constant aandeel van het bbp aan investeringen hadden uitgegeven, dan had dit in 2010 een positieve bestedingsimpuls van 0,6 procent bbp opgeleverd. Met een anticyclisch patroon was dit effect nog groter geweest.

In de klassieke opvatting over de verdeling van taken tussen overheidslagen is de macro-economische stabilisatie een rijkstaak (Musgrave, 1959). Immers, het belang hiervan overstijgt individuele gemeenten. Publieke investeringen zijn een aantrekkelijk instrument, omdat die zich over een langere periode terugbetalen. Het grootste deel van de publieke investeringen komt echter voor rekening van gemeenten, die hiermee de aangewezen partij lijken voor een anticyclisch – of ten minste conjunctuurneutraal – publiek investeringsprogramma.

In het vervolg van dit artikel laten we zien dat het Rijk, door de financiering van gemeenten, toch aanzienlijke invloed heeft op het investeringsgedrag van die gemeenten – en op het cyclische karakter hiervan.

## Invloed van rijksuitkeringen

Bos (2018) geeft een overzicht van de verklaringen voor de aanzienlijke daling in gemeente-investeringen na de crisis. De instorting van de vastgoedmarkt is er hier natuurlijk een van. Vergeleken met 2009 is het aantal nieuwbouwwoningen in 2014 gehalveerd en is ook de nieuwbouw van bedrijfspanden sterk gedaald. Minder nieuwbouw betekent voor gemeenten ook minder publieke investeringen voor bijvoorbeeld het bouwrijp maken van grond, voor het aanleggen van straten en pleinen, of voor de bouw van sporthallen. De vermindering van alleen al de investeringen in de bouwgrondexploitatie bedroeg 0,2 procent bbp.

Naast het instorten van de vastgoedmarkt, waar beleidsmakers weinig directe invloed op hadden, had de daling van gemeente-investeringen echter ook te maken met de financiering van het Rijk. Gemeenten zijn voor het leeuwendeel van hun inkomsten afhankelijk van rijksuitkeringen – de rol van lokale belastingen is beperkt. Omdat ze een sluitende begroting moeten presenteren, hebben deze uitkeringen een grote invloed op hoeveel gemeenten uitgeven. Deze sturende werking staat in de internationale literatuur bekend als het *flypaper*-effect, en is ook voor Nederland empirisch aangetoond (Vermeulen en Allers,

2015). Als gemeenten vanwege dalende inkomsten moeten bezuinigen, zijn investeringen ook nog eens een uitgaven-categorie die relatief makkelijk uitgesteld kan worden – op uitgaven aan de bijstand hebben gemeenten aanzienlijk minder invloed (OESO, 2013).

Tussen 2009 en 2016 is de financiering van gemeenten aanmerkelijk krappert geworden. Netto-inkomenoverdrachten van het Rijk aan de gemeenten – de door gemeenten ontvangen inkomenoverdrachten minus wat ze hiervan in geld en natura hebben uitgekeerd aan bijvoorbeeld bijstand, jeugdzorg en huishoudelijke verzorging via de Wet maatschappelijke ondersteuning – zijn in deze periode met 0,6 procent bbp gedaald. Daarnaast zijn de directe investeringsbijdragen van het Rijk in de periode 2009–2016 gedaald met 0,15 procent bbp, ofwel met een kwart van de totale daling van de gemeente-investeringen. Het gaat dan bijvoorbeeld om de gelden voor stedelijke vernieuwing en de subsidies voor Vinex-locaties, regelingen voor bodemsanering en ruimtelijke ordeningsgelden. Hoewel de relatie niet een-op-een hoeft te zijn, lijken deze dalingen in de gemeentelijke inkomsten uit rijksuitkeringen, naast de vastgoedcrisis, een belangrijke verklaring voor de afname in gemeente-investeringen.

### Stabieler gemeente-investeringen

Dat gemeenten in perioden van laagconjunctuur minder geld van het Rijk krijgen, heeft deels te maken met de normeringssystematiek. Deze houdt in dat de omvang van het gemeentefonds de uitgaven van het Rijk volgt: samen de trap op, samen de trap af. In een recessie lopen rijksuitgaven vaak terug, mede als gevolg van (procyclisch) ingrijpen (Suyker, 2016). Dit heeft direct gevolgen voor de gemeentelijke inkomsten, die hiermee een procyclisch karakter krijgen (Zeilstra en Martens, 2015).

Een blik over de grens leert dat lagere gemeente-investeringen in tijden van laagconjunctuur geen wetmatigheid vormen (Allain-Dupré et al., 2017). In Denemarken namen lokale investeringen in de crisisjaren bijvoorbeeld wel toe. Hier compenseren uitkeringen van de centrale overheid gemeenten voor de effecten van macro-economische schokken, zodat ze een stabiliserende werking hebben. Ook dit laat zien dat de financiering van gemeenten het cyclische karakter van lokale investeringen beïnvloedt.

Er zijn verschillende manieren om de investeringen van gemeenten stabiel te maken. Zeilstra en Martens (2015) bespreken enkele alternatieven voor de normering van de algemene uitkering, zoals een vast groeipercentage in combinatie met een raming van de consumentenprijsindex (CPI), of een indexering gebaseerd op de bruto collectieve uitgaven.

Met een ruimer lokaal belastinggebied zou de afhankelijkheid van conjunctuurgevoelige rijksuitkeringen ook kleiner worden. Belastingontvangsten van gemeenten waren in de afgelopen jaren stabiel dan de netto-inkomenoverdrachten van het Rijk, en ook de OESO ziet de onroerendzaakbelasting (ozb) als een stabiele inkomstenbron (Blöchliger, 2015). Bekostiging van een deel van de gemeente-investeringen via een apart fonds is een andere optie. Ten slotte kan de eis dat gemeenten een sluitende begroting presenteren – terwijl begrotingsnormen van het

Rijk wel rekening houden met de conjunctuur – tegen het licht gehouden worden.

Al deze mogelijkheden hebben hun eigen voor- en nadelen, die nader onderzoek vergen. Maar duidelijk is wel dat als er een stabiel gemeentelijk investeringspatroon gewenst is, de financieringsystematiek meerdere aangrijpingspunten biedt om dit te bevorderen.

### Literatuur

- Allain-Dupré, D., C. Hulbert en M. Vincent (2017) *Subnational infrastructure investment in OECD countries: trends and key governance levers*. OECD Regional Development Working Paper, 2017/05.
- Blöchliger, H. (2015) *Reforming the tax on immovable property: taking care of the unloved*. OECD Economics Department Working Paper, 1205.
- Bos, F. (2018) *Waarom zijn de gemeente-investeringen sinds 2009 sterk gedaald?* CPB Notitie, 11 juli.
- Cobouw (2018) *Bouwprojecten vallen stil: 'stijging bouwkosten gaat voor meer ellende zorgen'*. Artikel op [www.cobouw.nl](http://www.cobouw.nl), 26 maart.
- Musgrave, R.A. (1959) *The theory of public finance*. New York: McGraw-Hill.
- OESO (2013) *Fiscal federalism 2014: making decentralisation work*. Parijs: OECD Publishing.
- Suyker, W. (2016) *Opties voor begrotingsbeleid*. CPB Policy Brief, 2016/02.
- Vermeulen, W. en M.A. Allers (2015) *Betere afweging met meer lokale belasting*. ESB, 100(4702), 52–55.
- Zeilstra, A. en K. Martens (2015) *De indexeringssystematiek van het Gemeentefonds in het licht van de decentralisaties en demografische ontwikkelingen*. CPB Notitie, 22 september.



## Werkdruk bij Amerikaanse bedrijven relatief hoog

BEDRIJFSLEVEN

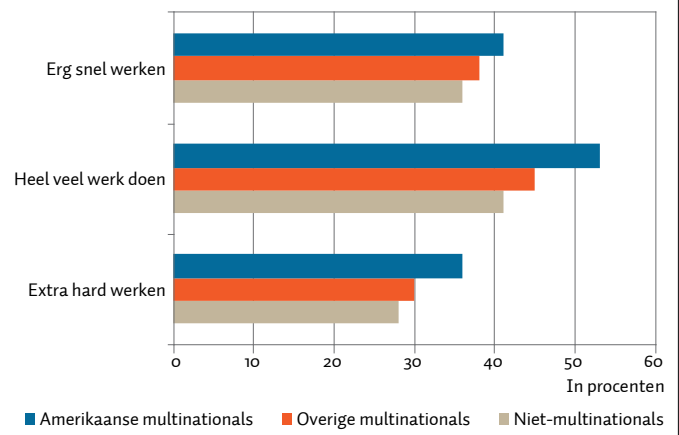
In de periode 2014–2016 werkte gemiddeld ruim vijf procent van de werknemers van 15 tot 75 jaar in het Nederlandse bedrijfsleven bij een Amerikaanse multinational. In 2016 ging het daarbij om ruim 200.000 mensen. In de bedrijfstak informatie en communicatie was in 2014–2016 het aandeel werknemers bij een Amerikaans bedrijf met elf procent het grootst, maar ook in de delfstoffenbranche (negen procent) en in de industrie (acht procent) werkten naar verhouding veel mensen bij een Amerikaanse multinational.

De gerapporteerde werkdruk bij Amerikaanse multinationals blijkt relatief hoog. Van de werknemers bij Amerikaanse multinationals gaf 41 procent aan dat ze regelmatig erg snel moeten werken. Bij niet-Amerikaanse multinationals was dit 38 procent, en bij niet-multinationals 36 procent. Bij de vraag of ze regelmatig heel veel werk moeten doen, was het verschil nog groter: 53 procent van de werknemers van Amerikaanse bedrijven gaf aan dit te moeten doen, tegenover 45 procent bij niet-Amerikaanse multinationals en 41 procent bij niet-multinationals. Daarnaast gaf 36 procent van de werknemers van Amerikaanse multinationals aan vaak of altijd hard te werken, een verschil van zes procentpunt met niet-Amerikaanse multinationals en acht procentpunt met niet-multinationals.

Niet alleen is de werkdruk hoog, maar ook worden er meer uren overgewerkt bij Amerikaanse bedrijven. Gemiddeld maakten werknemers van Amerikaanse bedrijven 4 overuren per week tussen 2014 en 2016, tegenover 3,5 bij de niet-Amerikaanse multinationals en 3 bij de niet-multinationals. Daarentegen verdienden werknemers van Amerikaanse multinationals in 2016 gemiddeld ruim twintig euro per uur, terwijl men

bij niet-Amerikaanse overige multinationals gemiddeld ruim veertien euro verdiende en bij niet-multinationals gemiddeld ruim twaalf euro. Ook waren werknemers bij Amerikaanse multinationals relatief vaak tevreden met hun arbeidsomstandigheden. Gemiddeld was 73 procent van de werknemers in Nederlandse bedrijven tussen 2014 en 2016 tevreden of zeer tevreden, maar bij Amerikaanse bedrijven was dit twee procentpunt hoger. ■ Willem Gielen en Sjoertje Vos (CBS)

### Werkdruk naar type bedrijf, 2014/2016



Bron: CBS, TNO: Nationale Enquête Arbeidsomstandigheden | ESB

## Productie elektrische auto afhankelijk van instabiele landen

ENERGIE

De vraag naar elektrische auto's zal de komende decennia sterk toenemen. Onder andere door de energietransitie wordt elektrisch rijden steeds populairder en goedkoper. Momenteel is de productie van elektrische auto's geconcentreerd in China, de Verenigde Staten, Japan en enkele Europese landen. De grondstoffen die nodig zijn voor de productie van elektrische auto's komen echter veelal uit een beperkt aantal andere landen.

Voor de productie van elektrische auto's, en dan met name voor de batterijen, zijn enkele metalen onmisbaar. Dit zijn onder andere kobalt, lithium, mangaan, nikkel en koper. De auto-producerende landen beschikken veelal niet over deze metalen en moeten deze importeren.

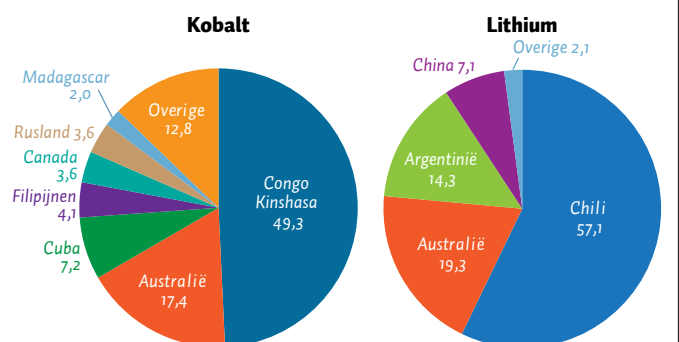
Hoewel een aantal van de landen die veel van deze grondstoffen bezitten, zoals Australië en Chili, ontwikkelde economieën zijn met goede instituten en een grote politieke stabiliteit, komen de meeste grondstoffen uit opkomende landen (figuur). De aanwezigheid van deze metalen brengt voor de betreffende landen economische kansen met zich mee. De economische opbrengsten hiervan zullen met de groeiende vraag naar elektrische auto's de komende decennia immers sterk toenemen. Aangezien enkele onmisbare metalen in een beperkt aantal landen gevonden worden, zijn deze landen strategisch van belang en hebben ze een uitstekende onderhandelingspositie. Met name Congo Kinshasa en Chili hebben een dominante positie in respectievelijk de kobalt- en lithiumvoorraden.

In de politiek minder stabiele landen bestaat het risico dat de aanwezigheid van grondstoffen de bestaande problemen, zoals corruptie en zelfverrijking door de elite, zal verergeren. Hierdoor zal de bevolking maar

weinig van de in de grond aanwezige rijkdom profiteren. Zo bevindt ongeveer de helft van de mondiale voorraden kobalt zich bijvoorbeeld in het door conflict geteisterde Congo Kinshasa en bezit Cuba zeven procent. Daarnaast bevindt bijna vijftien procent van de voorraden lithium zich in Argentinië, dat een geschiedenis heeft van onvoorspelbaar overheidsbeleid en in een zware economische crisis is beland. Producenten van elektrische auto's zullen rekening moeten houden met mogelijke politieke onrust en daarmee samenhangende supply-chain-verstoringen.

■ Greetje Frankena, Theo Smid en Afke Zeilstra (Atradius)

### Herkomst grondstoffen



Bron: US Geological Survey (2019), bewerking Atradius | ESB



## Veel zzp'ers hebben laag tarief na aftrek kosten

ARBEID

Er is weinig bekend over de verdeling van uurtarieven van zelfstandigen zonder personeel (zzp'ers). Daarom hebben we een enquête uitgezet onder zzp'ers in alle relevante sectoren waar ze actief zijn. Hieruit blijkt dat de bruto-uurtarieven van zzp'ers met zakelijke opdrachtgevers

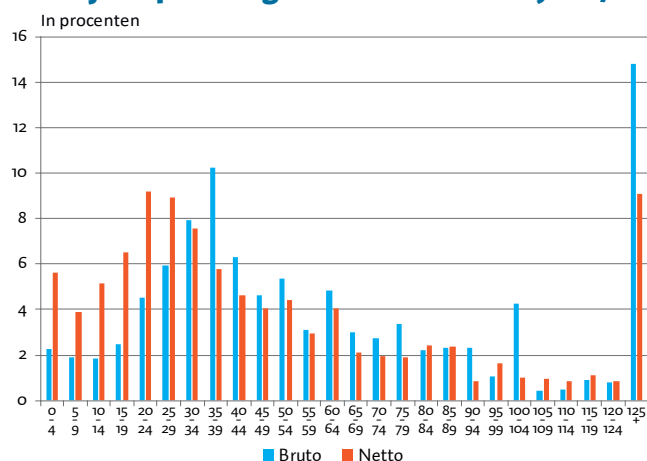
lognormaal verdeeld zijn: meer dan de helft van alle uurtarieven ligt tussen de 20 en 65 euro en daarnaast zijn er veel meer uurtarieven boven de 65 euro (39 procent) dan onder de 20 euro (8 procent) (figuur). In deze tarieven zitten de kosten die zzp'ers maken voor een opdracht, zoals geleverde producten of gebruikte grondstoffen en materialen. De netto-uurtarieven, die resulteren na aftrek van de opdrachtgebonden kosten, blijken een nog sterkere lognormale verdeling te volgen. Daarbij valt op dat de meestvoorkomende netto-uurtarieven in de categorie tussen de 20 en 30 euro liggen, maar ook dat relatief veel tarieven uitkomen onder de 15 euro (16 procent). Ter vergelijking: van alle werknemers in Nederland heeft minder dan 10 procent een bruto-uurloon dat lager ligt dan 15 euro.

In de enquête is ook gevraagd op welke manier zzp'ers hun prijs bepalen. De meeste zzp'ers, 49 procent, berekenen het aantal gemaakte uren maal het uurtarief. Daarnaast kan het tarief worden vastgesteld aan de hand van een vast bedrag (24 procent), eenheidsprijs of stuksprijs (13 procent), uren maal tarief plus een onkostenvergoeding (9 procent) of op een andere manier (4 procent).

Als we kijken naar sectoren, blijken relatief veel lage tarieven te vinden in de sectoren post en koeriers, personenvervoer over land, gezondheidszorg, beveiliging en opsporing en logiesverstreking. Tegelijkertijd heeft ruim 22 procent van alle zzp'ers een netto-uurtarief van boven de 75 euro. Wederom ter vergelijking: minder dan twee procent van alle werknemers heeft een bruto-uurloon van meer dan 75 euro.

■ **Arjan Heyma** (SEO Economisch Onderzoek)

### Verdeling van uurtarieven van zzp'ers met zakelijke opdrachtgevers in Nederland, 2017



Gebaseerd op A. Heyma, K. van der Ven, C. Biesenbeek et al. (2018) Karakteristieken en tarieven zzp'ers. SEO-rapport, 2018-68.

Bron: Enquête onder zzp'ers, SEO Economisch Onderzoek en Mediad | ESB

## Jonge mannen werken minder

ARBEID

Jonge mannen participeren steeds minder op de arbeidsmarkt. De netto-arbeidsdeelname van de mannen tussen de twintig en dertig jaar – het aandeel werkenden in de beroepsbevolking – is in 2018 maar één procentpunt lager dan in 2008. Toch daalt het aandeel mannelijke twintigers dat zich aanbiedt op de arbeidsmarkt. De bruto-arbeidsdeelname – het percentage dat werkende of werkzoekende is – is in dezelfde periode met vijf procentpunten gedaald, van 87 procent in 2008 tot 82 procent in 2018. Dat is opmerkelijk, omdat de krapte op de arbeids-

markt (zoals gemeten door het Centraal Bureau voor de Statistiek; CBS) in 2018 een hoogtepunt bereikte en de totale bruto-arbeidsparticipatie in beide jaren op exact hetzelfde niveau lag.

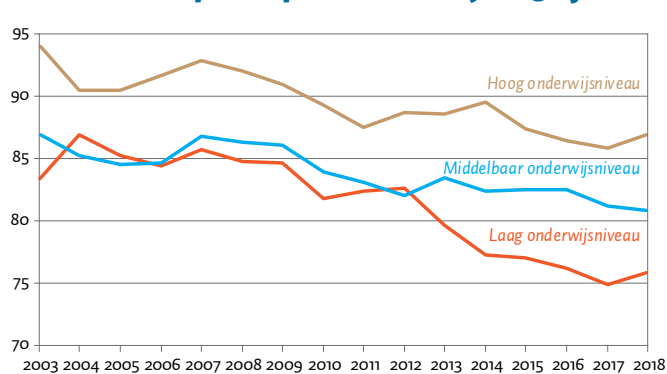
De participatie van mannen is op alle opleidingsniveaus teruggelopen (figuur). Deze cijfers zijn niet gecorrigeerd voor onderwijsvolgenden, maar wat opvalt is dat vooral de participatie van laagopgeleide mannelijke twintigers sterk is teruggelopen en is gaan afwijken van de participatie van middelbaaropgeleide mannen. Deze trend is niet alleen in Nederland zichtbaar: in vrijwel alle OESO-landen is de arbeidsparticipatie van jonge mannen de afgelopen 25 jaar gedaald.

Met name in de Verenigde Staten (VS) is er veel discussie ontstaan over de mogelijke oorzaken ervan. Het feit dat jongeren langer studeren, wordt vaak aangehaald als mogelijke verklaring, maar ook het argument dat jonge mannen liever thuis zitten te gamen dan aan het werk te zijn, wordt regelmatig aangedragen. Daarnaast wordt in de VS ook drugs- en medicijngebruik als oorzaak aangewezen.

In Nederland noemt het Centraal Planbureau de veranderende vraag naar hun vaardigheden, teruglopende kansen en motivatie om mee te komen op de arbeidsmarkt, en het toegankelijker worden van alternatieve tijdsbestedingen, zoals gamen, als mogelijke verklaringen. Gezien de gemiddeld kwetsbare arbeidsmarktpositie van deze groep is het belangrijk deze ontwikkeling te blijven volgen.

■ **Sandra van der Schaaf, Gertjan Dordmond en Koen van Schie-Akdağ**, (Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid)

### Bruto arbeidsparticipatie mannen, 20-30 jaar



Bron: CBS Statline | ESB

# “Globalisering enorme uitdaging voor statistici”

Na werkzaam te zijn geweest bij het Centraal Bureau voor de Statistiek en bij ING, vertrok Fabienne Fortanier vijf jaar geleden naar Parijs om daar bij de OESO aan de slag te gaan. Sinds begin 2019 is ze terug in Nederland. We spraken met haar over haar ervaringen in Parijs en haar nieuwe functie bij de Nederlandsche Bank.

## Hoe was het om bij de OESO te werken?

“Dat beviel erg goed. Het werken in een internationale context is vakinhoudelijk interessant, maar ook leuk omdat je internationale politieke ontwikkelingen, zoals op het gebied van handel en de Brexit, van dichtbij meekrijgt en tijdens de lunchpauze met collega's uit de betrokken landen kunt bespreken. Daarnaast is de OESO erg Frans. Als Nederlandse econoom was het wennen aan de relatief hiërarchische context. Nu ik weer terug ben, moet ik juist weer wennen aan de typisch Nederlandse directheid. Er zijn toch grote verschillen tussen Nederland en Frankrijk.”

## Hoe kijkt men bij de OESO naar Nederland?

“Je ziet dat Nederland een beetje de grote van de kleine landen of de kleine van de grote landen is. Het heeft niet het gewicht dat grote landen in de strijd kunnen gooien, maar kan wel iets regelen door slim te spelen via coalities en een inhoudelijk sterk verhaal. Je merkt verder dat Nederland vaak het land van de pragmatische oplossingen is. Wij zijn minder van de breed filosofische overwegingen en omzwervingen, maar gaan concreet en pragmatisch aan de slag met een probleem. Die houding wordt internationaal wel gewaardeerd. Zo kan Nederland als bruggenbouwer optreden.”



**FABIENNE FORTANIER**

Hoofd van de afdeling Betalingsbalans bij De Nederlandsche Bank

## Wat ga je doen bij DNB?

“Ik ben afdelingshoofd voor de betalingsbalans en effectenstatistiek. Tot nu toe had ik me vooral beziggehouden met de economische kant, bij DNB kan ik nu ook de financiële afhankelijkheid van Nederland van het buitenland meenemen. Hier hamerden we bij de OESO al op. Het geeft bijvoorbeeld inzicht in hoe financiële en economische verwevenheid hand in hand gaan, en ook in de rol van internationale ondernemingen.”

## Linsi en Mügge (2019) laten zien dat de economische statistieken zeker bij handelslanden zoals Nederland erg onzeker zijn.

“Globalisering is een uitdaging voor statistici. Het traditionele beeld van internationale handel als zijnde transacties tussen bedrijven uit verschillende landen is achterhaald. Multinationale ondernemingen spelen een hele belangrijke rol. Ze hebben een complexe eigendomsstructuur en orkestreren internationale productie zonder dat ze altijd eigenaar

zijn van wat er wordt geproduceerd. Ze denken bovendien niet meer in nationale systemen, waardoor ze nauwelijks kunnen aangeven wat er precies in Nederland gebeurt en wat de interactie met het buitenland is.

Verder spelen doorvoer, de verwevenheid tussen fysieke productie en diensten, en zaken als intellectueel eigendom, patenten en merknamen een steeds belangrijkere rol in het productieproces. En ook digitalisering heeft een flinke impact.

Het is dus een enorme uitdaging om een goed beeld te krijgen van de nationale economie, maar niet onmogelijk. Statistici zijn er al lang mee bezig en er wordt zeker vooruitgang geboekt. Een van mijn prioriteiten bij DNB is om de gebruikers van de data, onder wie economen en beleidsmedewerkers, meer bij de discussie te betrekken: hoe kan de data die wij verzamelen het beste gebruikt worden om de vragen waar de gebruikers mee zitten te beantwoorden? Dat kan hopelijk leiden tot een beter inzicht in onze economie. Ik werk daarbij nauw samen met het CBS.”

## Krijg je nooit genoeg van al die cijfers?

“Het gaat tegenwoordig veel over *fake news* en *alternative facts*. Juist in zo'n context zijn officiële onomstreden data extra belangrijk. Ik zie het als een maatschappelijke verantwoordelijkheid om daar goed vorm aan te geven.”

**DAVID MEIJER**

Redactiemedewerker

## Literatuur

Linsi, L. en D.K. Mügge (2019) Globalization and the growing defects of international economic statistics. *Review of International Political Economy*, Online op 28 januari.

## 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, Ruben van Oosten, Paul van Kempen, Paul Metzmakers

Redactiemedewerkers: David Meijer, Sobana Sheikh Rashid, 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 Staathuishoudkunde is houder van de merknaam ESB. Afbeeldingen: iStock / Lekkyjustdoit, Redline-

vector, yelet, RonaZevin, Stas.V., AndreaObzerova, SolStock (2x), Hollandse Hoogte / Rob Engelaar, Bert Beelen; Hans Withoos, Fabienne Fortanier. Strip Van Zanten: Roger Klaassen.

### Publiceren

Aanwijzingen voor het aanleveren van kopij vindt u op [www.esb.nu/service/publiceren](http://www.esb.nu/service/publiceren).

### Abonneren

U kunt een abonnement online afsluiten op [www.esb.nu/service/abonneren](http://www.esb.nu/service/abonneren).

### Adverteren

Neem contact op met Jeannette van Zeijst, 020 592 86 35, [jeannette.van.zeijst@fdmediagroep.nl](mailto:jeannette.van.zeijst@fdmediagroep.nl).

### Contact

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

**Verschijningsdata ESB:**  
6 juni., 4 juli., 8 aug., 12 sep.,  
10 okt., 14 nov. en 19 dec.





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](http://www.esb.nu/call-for-papers)

# Call for papers

Juni: *Migratie en integratie*

Juli: *Schuldeconomie*

Augustus: *Arbeidsproductiviteit*

*Toekomst op de rails (dossier)*

Daarna: *Ontwikkelingseconomie*



Utrecht University



*Bright minds,  
better future*

[uu.nl/vacancies](http://uu.nl/vacancies)

## Full Professor in International Business Full Professor in Corporate Finance Full Professor in Banking and Finance

A better future for everyone. This ambition motivates our scientists in executing their leading research and inspiring teaching. At Utrecht University, the various disciplines collaborate intensively towards major societal themes. Our focus is on Dynamics of Youth, Institutions for Open Societies, Life Sciences and Sustainability.

Are you interested?

Then please apply for one of these positions via our website.

For further information about the abovementioned and other vacancies, check [www.uu.nl/vacancies](http://www.uu.nl/vacancies).

## Betere economische beleidsanalyse maken?

Erasmus School  
of Accounting  
& Assurance



### Erasmus Executive Program Beleidseconomie

**Voor wie?** Ervaren economen met belangstelling voor beleid.

**Wat?** Solide update van algemeen-economische kennis.

**Waarom?** Verbeter kwaliteit van economische beleidsanalyse.

**Hoe?** Toepassen theorie en empirie op actuele beleidsproblemen.

#### Curriculum:

Basismodule welvaartsanalyse en beleidsevaluatie + minimaal 2 van de volgende 4 keuzemodules:

- *Macro-economie*
- *Openbare financiën*
- *Arbeidsmarkt*
- *Klimaat & energie*

#### Docenten:

Topeconomen uit binnen- en buitenland, met onder andere:

- *Klaas Knot*
- *Harry Garretsen*
- *Coen Teulings*
- *Pieter Gautier*
- *Rick van der Ploeg*
- *Bas Jacobs*
- *Robert Dur*
- *Reyer Gerlagh*

Ga voor meer informatie naar: [www.esaa.nl/beleidseconomie](http://www.esaa.nl/beleidseconomie)

ESAA is een onderdeel van de Erasmus Universiteit Rotterdam

**Erasmus University Rotterdam**

Make it happen.







Meer dan 6.000 economen  
ontvangen onze wekelijkse nieuwsbrief  
[www.esb.nu/aanmelden](http://www.esb.nu/aanmelden)