



# Na de steun

**MENNO SCHELLEKENS, ANNE LI CNOSSEN,  
RIANNE 'T JONG, THEO ROELANDT, HENRY VAN DER WIEL,  
ERIK BROUWER, BRENDA BOS, ARNOUD BOOT, BART VAN ARK,  
KLAAS DE VRIES, KOEN FRENKEN, MARKO HEKKERT, MATTHIJS JANSSEN,  
CHRIS EVELEENS EN JAN JACOB VOGELAAR**

DAARNAAST BIJDRAGEN VAN

**LOE FRANSSEN, JANNEKE ROOYAKKERS, BART FRIJNS, FRANK HUBERS,  
CARIN VAN DER CRUIJSEN, JAKOB DE HAAN, RIA ROERINK, JASPER DE WINTER, DORINTH VAN DIJK,  
ERIK SCHUT, MARCO VARKEVISSER, HENRI BUSSINK, JUSTUS VAN KESTEREN EN BAS TER WEEL**

# Call for papers

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

Deadlines en stijlregels:  
[www.esb.nu/call-for-papers](http://www.esb.nu/call-for-papers)

Augustus: *Europese Green Deal*

Daarna: *Geo-economie*

*Energietransitie*

*Woningmarkt*



SAVE THE DATE

# DE NEDERLANDSE ECONOMENDAG LUSTRUMEDITIE

5 NOVEMBER 2021, DEN HAAG



DeNederlandscheBank



Universiteit  
Leiden



Ministerie van Economische Zaken  
en Klimaat



Planbureau voor de Leefomgeving



Ministerie van Financiën



Centraal Planbureau



Ministerie van Sociale Zaken en  
Werkgelegenheid

# Inhoud

Uitgelicht

306

## Na de steun

### Inleiding: Van steun naar stimulans

JASPER LUKKEZEN

### Coronasteun stabiliseerde de economie, maar was ook ruim

MENNO SCHELLEKENS, ANNE LI CNOSSSEN EN RIANNE 'T JONG

### Coronasteunbeleid redt de zwakkere maar ook de innoverende bedrijven

THEO ROELANDT, HENRY VAN DER WIEL, ERIK BROUWER EN BRENDA BOS

### De dominantie van de overheid in het economisch proces moet stoppen

308

ARNOUD BOOT

314

### Bevorder economisch herstel via inclusieve productiviteitsagenda

309

BART VAN ARK EN KLAAS DE VRIES

318

### Betrek alle ministeries en samenleving bij aanjagen innovatie via missies

312

KOEN FRENKEN, MARKO HEKKERT EN MATTHIJS JANSSEN

322

### Complexe publiek-private risicokapitaalmarkt vraagt om bezinning

CHRIS EVELEENS EN JAN JACOB VOGELAAR

326

### Midden- en kleinbedrijf maakt vaker gebruik van CETA dan grootbedrijf

LOE FRANSSSEN EN JANNEKE ROOYAKKERS

330

### Meer beleidsonzekerheid leidt ook in Nederland tot hoger risico op aandelen

BART FRIJNS EN FRANK HUBERS

334

### Coronacrisis tast vertrouwen in financiële instellingen niet aan

CARIN VAN DER CRUIJSEN, JAKOB DE HAAN EN RIA ROERINK

337

### Sentimentsindicator op basis van financieel-economisch nieuws

JASPER DE WINTER EN DORINTH VAN DIJK

340

### Vormgeving catastroferegeling verstoort concurrentie verzekeraars

ERIK SCHUT EN MARCO VARKEVISSER

344

### Keuzevrijheid verhoogt zzp-draagvlak voor arbeidsongeschiktheidsverzekering

HENRI BUSSINK, JUSTUS VAN KESTEREN EN BAS TER WEEL

347

### Statistiek

350

### Ceteris paribus

351





## Bindend schooladvies

Basisschoolleerlingen die een bindend advies krijgen over het onderwijsniveau waarop ze gaan uitstromen, zoals in Nederland, presteren beter op school dan wanneer de ouders het niveau vrij mogen kiezen. Tot deze conclusie komt Grewenig op basis van zowel administratieve als enquêtedata uit Duitsland. De afhankelijkheid van een bindend advies stelt ouders gerust, en vormt voor leerlingen een stimulans om op school beter te presteren. Dit gaat overigens niet ten koste van buitenschoolse hobby's, zoals sporten of muziek maken. Op de middelbare school werkt het positieve effect op de prestaties door, en stromen leerlingen minder vaak af naar een lager niveau.

Grewenig, E. (2021) *School track decisions and teacher recommendations: evidence from German state reforms*. ifo Institute Working Paper, 353.



## Schuldproblemen

Niet een gebrek aan zelfkennis maar een gebrek aan zelfbeheersing brengt mensen in de problemen door consumentenleningen. Tot deze conclusie komen Allcott et al. met behulp van een veldexperiment in Amerika. Consumenten die een kleine, kortlopende lening tegen een hoge rente afsluiten, kunnen de kans goed inschatten dat ze snel nog een lening moeten afsluiten. Wel geven ze aan dit liever niet te doen, en willen ze betalen voor een prikkel die hen ervan weerhoudt. Consumenten zijn zich dus bewust van hun eigen zelfbeheersingsproblematiek, en hebben behoefte aan maatregelen om die te verminderen.

Allcott, H., J.J. Kim, D. Taubinsky en J. Zinman (2021) *Are high-interest loans predatory? Theory and evidence from payday lending*. NBER Working Paper, 28799.

## Politieke bedrijven

Tsjechië is een van de meest corrupte Europese landen en de banden tussen bedrijven en politici zijn er vaak hecht. Politieke beïnvloeding via dit soort banden is maatschappelijk schadelijk, en omdat ze zo vaak voorkomen, is het handig om snel te kunnen voorspellen of bedrijven zich schuldig maken aan politieke beïnvloeding. Mazrekaj et al. passen vier *machine learning*-algoritmes toe op een dataset met informatie over Tsjechische bedrijven en hun donateurs. Het blijkt dat de algoritmes uit de machine learning beter in staat zijn dan een logistisch standaardmodel om de 'politieke' bedrijven uit een dataset te halen.

Mazrekaj, D., V. Titl en F. Schiltz (2021) *Identifying politically connected firms: a machine learning approach*. U.S.E. Working Paper, 21-10.

## Nieuw werk in recessie

Het lijkt contra-intuïtief, maar tijdens recessies vinden meer mensen nieuw werk dan in een hoogconjunctuur. Dat de werkloosheid niettemin stijgt, komt omdat er tijdens een laagconjunctuur nog meer mensen hun werk verliezen. Bestaande modellen die werkloosheid modelleren, kunnen niet goed verklaren waarom werklozen tijdens recessies vaker werk vinden. Met een acyclisch congestiemodel kunnen Mercan et al. wel zo'n dertig tot veertig procent van de schommelingen in de werkloosheid van de Verenigde Staten voorspellen.

Mercan, Y., B. Schoefer en P. Sedláček (2021) *A congestion theory of unemployment fluctuations*. NBER Working Paper, 28771.



## Niet bereid

Dankzij de vaccins kan de coronapandemie worden beëindigd, maar alleen als voldoende mensen zich laten vaccineren. Dabla-Norris et al. onderzochten met behulp van enquêtedata uit zeventien landen wat bepaalt of iemand zich tegen corona wil laten vaccineren. Er blijken grote verschillen in vaccinatiebereidheid te zijn tussen de verschillende demografische groepen: ouderen willen het liever dan jongeren, en mannen liever dan

## Globalisering na COVID-19

Globalisering is een breed begrip dat zowel bestaat uit een economische, politieke als een sociale component. Afesorgbor et al. beschrijven de invloed van de coronapandemie per component. Voor iedere component geldt dat deze hard geraakt wordt tijdens de pandemie, maar dat een snel herstel mogelijk is. Op economisch gebied omdat de wereldhandel zich snel herpakt, en op sociaal gebied door een toename van het toerisme. Op politiek vlak zorgde



## tot vaccinatie

vrouwen. Daarnaast blijkt het dat je eerder geneigd bent om jezelf niet te laten vaccineren als je vrienden dat ook niet doen. Om de vaccinatiebereidheid te verhogen moet er beleid komen dat het publiek informeert over zowel de veiligheid binnen de groep als de veiligheid van de vaccins.

[Dabla-Norris, E., H. Khan, F. Lima en A. Sollaci \(2021\) Who doesn't want to be vaccinated? Determinants of vaccine hesitancy during COVID-19. IMF Working Paper, WP/21/130.](#)

vooral de Amerikaanse president Donald Trump voor instabiliteit, onder andere door de Verenigde Staten terug te trekken uit de Wereldgezondheidsorganisatie (WHO). De verkiezing van Joe Biden maakt een herstel van de stabiliteit weer mogelijk.

[Afesorgbor, S.K., P.A.G. van Bergeijk en B.A. Demena \(2021\) Does COVID-19 threaten globalization? International Institute of Social Studies, Working Paper, 683.](#)

### Sparen voor erfenis

Volgens de levenscyclushypothese zouden gepensioneerden moeten interen op hun spaargeld, maar veel gepensioneerden sparen door. Op basis van Amerikaanse enquêtedata laten De Nardi et al. zien dat zij doorsparen om een erfenis na te kunnen laten. Alleen alleenstaande gepensioneerden met een gemiddeld pensioeninkomen zijn een uitzondering: zij hebben onvoldoende inkomen om te sparen voor de nalatenschap; het spaargeld dat zij aanhouden is om in de laatste levensfase hoge zorguitgaven te kunnen bekostigen. Alleenstaanden met hoge pensioeninkomens en koppels sparen vooral door ten behoeve van hun nalatenschap.

[De Nardi, M., E. French, J.B. Jones en R. McGee \(2021\) Why do couples and singles save during retirement? NBER Working Paper, 28828.](#)

### Machtige redacteurs

Binnen de economische wetenschap is er grote nadruk op het publiceren in een *top journal*. Ductor en Visser laten echter zien dat er sprake is van een hoge mate van machtsconcentratie bij de redacteurs. Ze zitten dikwijls lang op hun post en komen vaak van dezelfde instellingen. Deze hoge machtsconcentratie blijkt slecht te zijn voor de invloed van het tijdschrift, aangezien er dan binnen zo'n publicatie te weinig innovatie plaatsvindt. Zullen de huidige top journals straks nog wel top zijn?

[Ductor, L. en B. Visser \(2021\) Concentration of power at the editorial boards of economics journals. Tinbergen Institute Discussion Paper, TI 2021-044/VII.](#)

## Woning naar box drie

De waarde van de eigen woning moet als vermogen aan box drie worden toegerekend. Dat leidt, volgens een beschouwing van het Nederlandse belastingstelsel door Klemm et al., tot een eerlijker verdeling. Het huidige systeem subsidieert woningeigenaren, omdat de hypotheekrenteaf trek hoger is dan de belasting op de woning. Door de waarde van de woning te belasten volgens box drie en de hypotheekrenteaf trek af te schaffen, verdwijnt die subsidie en neemt de vermogensongelijkheid af. Als bijvangst verdwijnt het belastingvoordeel van het hebben van een hypotheek, waardoor de onnatuurlijk hoge vraag op de woningmarkt afneemt en de private schulden dalen.

[Klemm, A.D., S. Hebous en C.J. Waerzeggers \(2021\) Capital income taxation in the Netherlands. IMF Working Paper, WP/21/145.](#)



## Inflatieverwachtingen

De vrees van de Europese Centrale Bank dat door de coronacrisis de inflatieverwachtingen verder zouden dalen, is niet uitgekomen. In Nederland liggen de inflatieverwachtingen van consumenten net boven de beoogde twee procent. Tot deze conclusie komen Galati et al. op basis van enquêtedata. De ECB baseert haar beeld van de inflatieverwachting echter vooral op een enquête onder experts en op signalen uit de financiële markt, en die schatten de inflatie op langere termijn wel onder de twee procent. Vóór de coronacrisis lagen de verwachtingen van consumenten op vier procent, en zakten tijdens de coronacrisis naar drie procent.

[Galati, G., R. Moessner en M. van Rooij \(2021\) Anchoring of consumers' long-term euro area inflation expectations during the pandemic. DNB Working Paper, 715.](#)

# Van steun naar stimulans

**N**u het acute deel van de coronacrisis op zijn eind loopt, is het zo langzamerhand tijd om lessen te trekken uit de enorme steunoperatie voor de toekomst van het Nederlandse bedrijvenbeleid. Dat is wat dit themanummer van ESB doet.

Ten eerste is de bedrijvensteun ongekend effectief bij het stabiliseren van de economie. Mede dankzij de royale steun van overheden en centrale banken is de gezondheids crisis geen economische crisis geworden. Waar het na de financiële crisis zeven jaar geduurd heeft voordat het bbp-niveau (bruto binnenlands product) van vóór de crisis weer geëvenaard werd, verwachten de ramers van het Centraal Planbureau dat dit bij de huidige crisis het komende voorjaar het geval zal zijn (CPB, 2021). En dat terwijl de terugval in bbp door de coronacrisis groter was.

Ten tweede was het steunbeleid behoorlijk ongericht. Menno Schellekens, Anne Li Cnossen en Rianne 't Jong tonen aan dat de steunregelingen ook veel bedrijven hebben geholpen die in een normaal jaar kopje onder waren gegaan, en dat de overheid nog een enorme terugvorderingsoperatie te wachten staat. En ook Theo Roelandt, Henry van der Wiel, Erik Brouwer en Brenda Bos laten zien dat de zwakkere bedrijven bovenmatig veel steun hebben ontvangen.

Deze ongerichtheid is normaal gesproken een 'doodzonde' – het ondermijnt de prikkels voor bedrijven om zelf met nieuwe innovatieve oplossingen te komen, en het voorkomt dat er

financiële middelen en arbeidskrachten worden ingezet waar ze het meeste opleveren – maar zoiets is in een crisis noodzakelijk. Als de overheid geen excessieve vraag creëert, stellen burgers en bedrijven hun verwachtingen neerwaarts bij. En met alleen gerichte steun is er geen excessieve vraag.

En ten derde is stoppen met steun erg lastig. Terwijl het weer hoogconjunctuur is, lopen de generieke steunpakketten nog even door. Arnoud Boot waarschuwt voor het zelfbevestigende effect van steun. Steun maakt bedrijven afhankelijk van de overheid, waardoor het lastig is voor de overheid om de steun te stoppen. Economisch gezien is er wellicht nog reparatiewerk nodig in de hard getroffen sectoren, maar dat moet dan wel gericht zijn.

De politiek zal de maatschappelijke druk om door te gaan met geld geven aan het bedrijfsleven dan ook nauwelijks kunnen weerstaan. De vierde les is daarom geen les, maar een uitdaging. Het is aan economen om duidelijk te maken dat steun- en herstelbeleid iets fundamenteel anders is dan een maatschappelijke investeringsagenda – en het is ook aan economen om daar goede voorstellen voor te doen.

Bart van Ark en Klaas de Vries schetsen daartoe in deze ESB een inclusieve productiviteitsagenda, waarbij digitalisering en vergroening voorop staan. Koen Frenken, Marko Hekkert en Matthijs Janssen leggen uit dat zo'n agenda vraagt om een heldere taakverdeling binnen de overheid, waarbij de middelen en de organisatie vanuit Economische Zaken en Klimaat moeten komen, maar waarbij de kennis over het nut van de verschillende initiatieven van de andere departementen komt. Chris Eveleens en Jan Jacob Vogelaar laten zien dat de organisatie van publieke risicodragende investeringen een stuk beter kan – er is nu een behoorlijke versnippering. Misschien kan het op private leest geschoeide fonds dat Arnoud Boot bepleit een deel van de oplossing zijn.

Denkt u mee?

## Literatuur

CPB (2021) *Juniraming 2021*. CPB Raming, juni.

## JASPER LUKKEZEN

Hoofdredacteur  
lukkezen@economie.nl



### Coronasteun stabiliseerde de economie, maar was ook ruim

MENNO SCHELLEKENS, ANNE LI CNOSSEN EN RIANNE 'T JONG

309

### Coronasteunbeleid redt de zwakkere maar ook de innoverende bedrijven

THEO ROELANDT, HENRY VAN DER WIEL, ERIK BROUWER EN BRENDA BOS

312

### De dominantie van de overheid in het economisch proces moet stoppen

ARNOUD BOOT

314

### Bevorder economisch herstel via inclusieve productiviteitsagenda

BART VAN ARK EN KLAAS DE VRIES

318

### Betrek alle ministeries en samenleving bij aanjagen innovatie via missies

KOEN FRENKEN, MARKO HEKKERT EN MATTHIJS JANSSEN

322

### Complexe publiek-private risicokapitaalmarkt vraagt om bezinning

CHRIS EVELEENS EN JAN JACOB VOGELAAR

326

# Coronasteun stabiliseerde de economie, maar was ook ruim

Ruim een jaar geleden heeft de Rijksoverheid onder grote tijdsdruk een uniek steunpakket opgetuigd. Via generieke regelingen en met minimale controle vooraf werden er middelen beschikbaar gesteld aan ondernemers om faillissementen te voorkomen en werkgelegenheid te behouden. Microdata van het Centraal Bureau voor de Statistiek laten zien hoe er gebruikgemaakt is van de maatregelen.

## IN HET KORT

- Een groot deel van de steun vloeide naar ondernemingen met ernstige omzetverliezen, vooral in de hardgetroffen sectoren.
- In 2020 vloeide veertig procent van de NOW-voorschotten naar ondernemingen met geen of een beperkt omzetverlies.
- Nu rest een terugvorderingsoperatie van zowel de uitstaande belastingsschulden als een aanzienlijk deel van het steunbedrag.

**MENNO SCHELLEKENS**  
Beleidsmedewerker  
bij het Ministerie van  
Financiën (Minfin)

**ANNE LI CNOSSSEN**  
Medewerker bij  
Minfin

**RIANNE 'T JONG**  
Medewerker bij  
Minfin

Dit artikel vat  
Schellekens et al.  
(2021a; 2021b; 2021c)  
samen. De onlinebijlage  
verantwoordt de  
gemaakte keuzes in  
de dataverwerking.

Om voor ondernemingen de economische schok van de coronacrisis te dempen, heeft de Rijksoverheid ruim een jaar geleden diverse noodmaatregelen getroffen. Deze maatregelen zijn onder grote tijdsdruk tot stand gekomen, en waren voornamelijk bedoeld om banen te behouden en faillissementen te voorkomen.

Deze aanpak van de Rijksoverheid was uniek: nooit eerder is op zo'n grote schaal een generiek steunpakket tot stand gekomen. Alle ondernemingen konden aanspraak maken op het steunpakket, de steunmaatregelen kenden weinig controle vooraf en de vereisten om voorschotten toegekend te krijgen, waren minimaal, namelijk een zelf ingeschat omzetverlies van meer dan twintig procent.

Het steunpakket was populair, ruim 620.000 ondernemingen maakten er gebruik van (CBS, 2021), en het werd ook enkele malen verruimd en aangepast. Het merendeel van de steun, ruim 18,7 miljard euro, werd verstrekt via de Noodmaatregel Overbrugging Werkgelegenheid (NOW) (Tweede Kamer, 2021). Daarnaast bedroeg de totale steun via de Tegemoetkoming Vaste Lasten (TVL) inmiddels bijna tien miljard euro, en staat er een belastingsschuld ter waarde van zestien miljard euro uit. Verder is er nog steun verstrekt via een aantal sectorale regelingen (kader 1).

Inmiddels zijn er bij het Centraal Bureau voor de Statistiek op ondernemingsniveau gegevens beschikbaar over

welke ondernemingen er door de pandemie zijn getroffen, en of ze gebruik hebben gemaakt van de regelingen. Daarmee wordt er zichtbaar welk deel van de steun naar ondernemingen gevloeid is die getroffen werden door de coronacrisis en welk deel weer zal worden teruggevorderd. Dit artikel presenteert deze analyse.

## Bekostiging reguliere omzetverliezen

In 2020 waren ernstige omzetverliezen voor veel ondernemers onontkoombaar geworden. De mate waarin sectoren werden geraakt verschilt echter aanzienlijk. Vooral sectoren die te maken hadden met de contactbeperkende maatregelen en de reisbeperkingen – zoals de horeca en de luchtvaart – leden grote verliezen. Andere sectoren daarentegen kenden slechts beperkte omzetverliezen, zoals bijvoorbeeld architecten en ingenieurs, en de telecommunicatie.

Ter compensatie voor omzetverliezen konden ondernemingen steun aanvragen in de vorm van subsidies, belastinguitstel en garanties. De steunregeling maakte daarbij geen onderscheid tussen corona-gerelateerde en reguliere omzetverliezen, omdat het verschil op bedrijfsniveau niet vastgesteld kan worden. Het steunpakket is echter ontworpen met de intentie om de economische schok van de corona-crisis te beperken en niet om reguliere verliezen te vergoeden.

Om inzicht te krijgen in welk deel van de omzetverliezen coronagerelateerd is, hebben wij de omzetverliezen van 2020 en 2019 vergeleken. Daartoe kwalificeren wij ondernemingen die in 2020 minimaal twintig procent omzetverlies hadden ten opzichte van 2019 als zijnde 'ondernemingen met ernstig omzetverlies', en wegen we deze per sector naar het aantal voltijdssbanen (fte) bij die bedrijven. We verwachten dat de toename in het aantal ondernemingen met ernstig omzetverlies in 2020 ten opzichte van 2019 toe te schrijven zal zijn aan de coronacrisis.

Tabel 1 laat zien dat bij 15 van de 29 sectoren het aandeel ernstige omzetverliezen dat toe te schrijven is aan corona tussen de dertig en tachtig procent bedraagt, en dat in tien sectoren corona verantwoordelijk is geweest voor minder dan dertig procent van de ernstige omzetverliezen.

Een groot deel van de steun is dus gevloeid naar sectoren waarin de impact van corona beperkt lijkt. Dit is een mogelijke verklaring voor de daling van het aantal faillissementen tot een historisch laag niveau, ondanks de enorme economische schok.

## Invloed van coronacrisis op sectoren

TABEL 1

Sector	Aantal fte (in duizenden)	Aantal fte bij ondernemingen met meer dan 20% omzetverlies (in duizenden)			Aandeel corona	Uitgekeerde NOW + TVL (mln.)	Steun per fte voor toename ondernemingen met 20% omzetverlies (dzd.)
		2019	2020	Vershil			
Alle beschikbare sectoren	3.287	383,2	842,3	459,1	55	9.869	21,5
<b>&gt; 80 %</b>							
Luchtvaart	23	0,2	20,6	20,4	99	925	45,3
Logiesverstrekking	66	4,3	44,7	40,4	90	693	17,2
Reisbemiddeling	25	3,1	18,8	15,7	83	303	19,3
Horeca	249	27,7	146,2	118,5	81	1.555	13,1
<b>30% - 80%</b>							
Vervoer over land	192	16,9	57,5	40,6	71	624	15,4
Arbeidsbemiddeling	522	43,8	119,4	75,5	63	1.486	19,7
Wellness- en uitvaartbranche	120	16,1	38,5	22,4	58	221	9,9
Beveiliging en opsporing	32	2,3	5,1	2,8	56	87	31,1
Filmindustrie	32	6,4	13,3	7	52	110	15,7
Verhuur	45	8,4	15,2	6,8	45	161	23,7
Facility management	139	11,6	19,7	8,1	41	176	21,7
Post en koeriers	52	4,1	6,9	2,8	40	11	3,9
Groothandel en handelsbemiddeling	527	56,3	93,1	36,7	39	1.458	39,7
Opslag en dienstverlening voor vervoer	106	12,8	20,7	7,9	38	294	37,2
Reclame en marktonderzoek	73	14,1	22	8	36	256	32,0
Vervoer over water	23	3,8	5,7	1,9	33	57	30,0
Informatiediensten	25	3,4	5,1	1,7	33	39	22,9
Industrieel ontwerp en vormgeving	107	22,4	32,2	9,7	30	129	13,3
Reparatie van consumentenartikelen	15	2,7	3,8	1,1	30	14	12,7
<b>&lt; 30%</b>							
IT-diensten	247	29,6	41,5	11,9	29	377	31,7
Overige zakelijke dienstverlening	58	8,3	11,5	3,2	28	144	45,0
Holding en concerndiensten	193	35,6	49,4	13,8	28	254	18,4
Architecten en ingenieurs	151	20,8	23,9	3	13	274	91,3
Uitgeverijen	23	3	3,4	0,4	11	54	135,0
Juristen en accountants	150	13,8	14,7	0,9	6	74	82,2
Telecommunicatie	27	2,4	2,6	0,1	5	12	120,0
Veterinaire dienstverlening	11	1,2	1	-0,2	-24	2	nvt
Speur- en ontwikkelingswerk	46	7,1	5,5	-1,6	-28	75	nvt
Omroepen	7	0,9	0,3	-0,6	-182	6	nvt

Data: CBS | ESB

## Beperkt omzetverlies of omzetwinst

Ondernemingen vroegen steun aan op basis van een eigen inschatting van hun omzetverliezen. Afwijkingen ten opzichte van de gerealiseerde omzetverliezen zijn hierbij onvermijdelijk. Een aanzienlijk deel van de ondernemingen heeft de omzetverliezen overschat: 86 procent van de ondernemingen die NOW 1.0 hebben aangevraagd en 79 procent van de NOW 2.0-aanvragers hebben dat gedaan.

Deze overschattingen verklaren waarom een substantieel deel van het steunbedrag is gegaan naar ondernemingen die over het gehele jaar 2020 een kleine omzetkrimp of zelfs omzetgroei hebben gerealiseerd, zie tabel 2. De mate waarin er overschat is, verschilt per maatregel. Via de NOW-regeling is veertig procent van het totaal verstrekte voorschot uitgekeerd aan ondernemingen met beperkt omzetverlies of omzetgroei in 2020. Voor de TVL in het eerste kwartaal bedragen de voorschotten aan ondernemingen met beperkt omzetverlies of omzetgroei zestien procent van het totaal, terwijl meer dan vijftig procent van de ondernemingen die belastinguitstel aanvragen maar een beperkt omzetverlies of omzetwinst wist te boeken.

## Terugvorderingen en nabetalings

Voor de NOW hebben bedrijven een voorschot van tachtig procent gekregen op basis van de door hen ingeschatte omzetverliezen en gemaakte loonkosten. Omdat ondernemers bij de aanvraag hun omzetverlies gemiddeld 32 procentpunt hoger hebben ingeschat dan dat ze uiteindelijk gerealiseerd hebben, zullen veel ondernemers naar verwachting te maken krijgen met een terugvordering. Daarnaast is er een beperkte groep ondernemingen die een nabetaaling zal ontvangen.

Wij schatten dat er voor NOW 1.0 ten minste 33 procent van het totale bedrag aan voorschotten moet worden teruggevorderd, omdat ondernemers hun omzetverlies hebben overschat. Voor NOW 2.0 gaat het om 37 procent. De totale voorschotten bedroegen 7,9 miljard euro voor NOW 1.0 en 4,3 miljard euro voor NOW 2.0.

Met de aanname dat de overige sectoren vergelijkbaar zijn met die in onze analyse en dat er geen daling in loonkosten heeft plaatsgevonden, komt de schatting van het terug te vorderen bedrag uit op 4,2 miljard euro voor de NOW 1.0 en 2.0. Figuur 1 laat de verhouding zien van het totale voorschot en het totale bedrag dat moet worden teruggevorderd. Het aandeel dat moet worden teruggevorderd is ongeveer gelijk voor NOW 1.0 en NOW 2.0. Het totale steunbedrag voor NOW 2.0 is echter lager dan dat voor NOW 1.0.

In totaal moet bij ruim twee derde van de ondernemingen die NOW 1.0 of NOW 2.0 hebben aangevraagd in de beschikbare sectoren (een deel van) het bedrag worden teruggevorderd. Het aandeel dat moet worden teruggevorderd verschilt echter per sector: sectoren die hard zijn getroffen door de coronacrisis hoeven minder terug te betalen.

Een mogelijke reden voor de overschatting van de omzetverliezen is de onzekere economische situatie, want die leidde wellicht tot een voorzichtigere inschatting van werkgevers. Daarnaast is de naar verhouding gunstige economische ontwikkeling een onvermijdelijk reden van de

## Verdeling uitgekeerde steun naar omzetmutatie

TABEL 2

Omzetmutatie t.o.v. 2019	Aandeel NOW 1.0, 2.0 en 3.1	Aandeel TVL Q1	Aandeel belasting-schulden
Omzetgroei	16%	8%	31%
Omzetverlies t/m 20%	24%	8%	24%
Omzetverlies groter dan 20%	60%	84%	45%

Data: CBS | ESB



bijstellingen achteraf. Verder is in deze analyse geen rekening gehouden met dalingen in loonkosten, waardoor deze schatting een onderschatting is. Tot slot dient er opgemerkt te worden dat de definitieve vaststelling van de steun wordt gedaan door UWV, onder andere op basis van accountants- en derdenverklaringen.

## Conclusie

De aanpak van de coronacrisis is uniek in de Nederlandse geschiedenis: via generieke regelingen en met minimale controle vooraf werden er middelen beschikbaar gesteld aan ondernemers om faillissementen te voorkomen en werkgelegenheid te behouden. Ondernemingen hebben hier in grote getale gebruik van gemaakt.

Voor een volledige beleidsevaluatie van de aanpak vertonen de geanalyseerde gegevens te grote beperkingen: de pandemie woedt nog, er is nog geen inzicht in de gerealiseerde winsten en verliezen, definitieve vaststellingen moeten nog plaatsvinden, en er zijn voor vele sectoren nog geen omzetgegevens beschikbaar. Toch bieden de beschikbare gegevens al inzicht in het gebruik van de noodmaatregelen.

De regelingen zijn het meest gebruikt door bedrijven met ernstige omzetverliezen in door corona getroffen sectoren. Maar niet alleen ondernemers met ernstige omzetverliezen maakten gebruik van coronasteun. In 2020 is veertig procent van de voorschotten van de NOW en zestien procent van de voorschotten van de TVL terechtgekomen bij ondernemingen met beperkt omzetverlies of zelfs omzetgroei. Meer dan de helft van de belastingschulden staat uit bij deze groep.

Tevens hebben ondernemers ruim steun aangevraagd: circa tachtig procent van de ondernemingen die NOW 1.0 of NOW 2.0 hebben ontvangen, heeft minder omzetverlies geleden dan waar er steun voor is aangevraagd. Gemiddeld werd het omzetverlies met 32 procentpunten overschat. Daardoor moeten veel ondernemers nu (een deel van) de steun terugbetalen.

Eenzijds lijken de laagdrempelige regelingen bij te hebben gedragen aan een historisch laag aantal faillissementen en behoud van werkgelegenheid. Anderzijds financierde de overheid in sectoren veel reguliere omzetverliezen, vooral in sectoren die weinig schade ondervonden van corona. Bovendien leidt het bieden van steun op basis van inschattingen onvermijdelijk tot terugvorderingen. Ondernemers met betere omzetresultaten dan dat van tevoren ingeschat moeten naar verwachting hun steun geheel of gedeeltelijk terugbetalen in de komende periode.

## Literatuur

CBS (2021) *Gebruik van steunmaatregelen corona per 31 mei*. Bericht te vinden op [cbs.nl](https://www.cbs.nl).

Schellekens, M., R 't Jong en A.L. Cnossen (2021a) *Ook ondernemingen met omzetgroei ontvangen steun*. Artikel te lezen op [esb.nl](https://www.esb.nl).

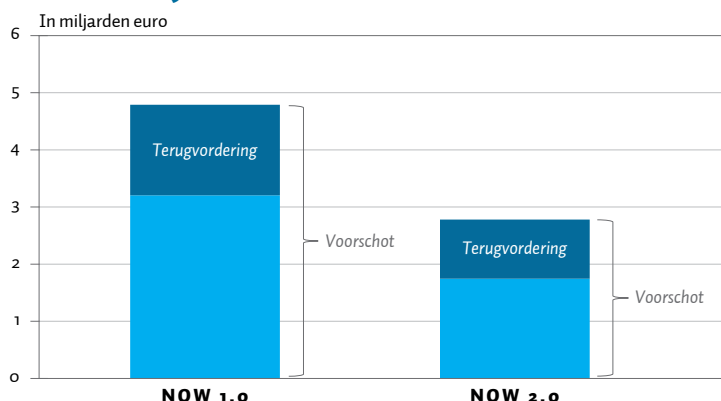
Schellekens, M., J. Wijnen en A.L. Cnossen (2021b) *Coronasteun compenseerde flink deel reguliere omzetverliezen*. Artikel te lezen op [esb.nl](https://www.esb.nl).

Schellekens, M., R 't Jong en A.L. Cnossen (2021c) *Terugvordering coronasteun wordt miljardenoperatie*. Artikel te lezen op [esb.nl](https://www.esb.nl).

Tweede Kamer (2021) *Monitoring arbeidsmarkt en beroep steun- en herstellpakket, 7e editie*. Kamerbrief, 2021-000086522. Te vinden op [www.rijksoverheid.nl](https://www.rijksoverheid.nl).

## Terugvorderingen als aandeel van de voorschotten, NOW 1.0 en NOW 2.0

FIGUUR 1



Data: CBS | ESB

## Grootste steunregelingen

KADER 1

### Noodmaatregel Overbrugging Werkgelegenheid (NOW)

Ondernemers konden de NOW 1.0 en NOW 2.0 aanvragen op voorwaarde dat ze hun personeel doorbetaalden. Werkgevers konden tot negentig procent van de loonsom vergoed krijgen bij een verwachting van ten minste twintig procent omzetverlies voor drie maanden (NOW 1.0) of vier maanden (NOW 2.0).

In eerste instantie ontvingen bedrijven tachtig procent van het toegekende subsidiebedrag van UWV. Bij de vaststelling van het gerealiseerde omzetverlies en de daadwerkelijke loonsom in de subsidieperiode wordt het definitieve steunbedrag berekend. Bij een correcte schatting ontvangen ondernemers de overige twintig procent van het bedrag. Een ondernemer zal die overige twintig procent niet meer ontvangen of moet zelfs een deel terugbetalen wanneer het gerealiseerde omzet-

verlies en/of de loonsom lager uitvallen. Als de omzet lager uitvalt dan geschat, kan het steunbedrag ook hoger zijn.

### Tegemoetkoming Vaste Lasten (TVL)

Als tegemoetkoming voor de vaste lasten kan een onderneming TVL aanvragen. Hiervoor geldt een omzeldrempel van dertig procent ten opzichte van de referentieperiode. Daarnaast was TVL in het eerste kwartaal alleen beschikbaar voor bepaalde sectoren. De TVL in het vierde kwartaal van 2020 is beschikbaar gesteld voor alle sectoren.

### Uitstel belastingsschulden

Ondernemers kunnen hun belastingbetaling vanwege de coronacrisis drie maanden uitstellen zonder dat zij daarvoor aan criteria moeten voldoen. Verlenging van dit uitstel is mogelijk als de ondernemer aannemelijk kan maken dat de betalingsproblemen gerelateerd zijn aan de coronacrisis.

# Coronasteunbeleid redt de zwakkere maar ook de innoverende bedrijven

De overheid helpt bedrijven met verschillende steunmaatregelen om de economische schade door het coronavirus te beperken. Welke bedrijven maakten er in 2020 gebruik van deze maatregelen?

## IN HET KORT

- Bedrijven met minder liquide middelen en een lagere productiviteit voorafgaand aan de coronacrisis krijgen vaker steun.
- Ook bedrijven die onderzoek en ontwikkeling doen, doen vaker een beroep op steun. Hierdoor kon innovatie doorgaan.

## THEO ROELANDT

Hoofdanalist Bedrijfsleven & Innovatie bij het Ministerie van Economische Zaken & Klimaat (EZK)

## HENRY VAN DER WIEL

Economisch adviseur bij EZK

## ERIK BROUWER

Clusterhoofd SEO Economisch Onderzoek en hoogleraar aan Tilburg University

## BRENDA BOS

Beleidsonderzoeker bij het Centraal Bureau voor de Statistiek

Bos et al. (2021) beschrijft de data en verantwoordt de keuzes in meer detail

Om werkgelegenheid te behouden en onnodige faillissementen te voorkomen, biedt het kabinet al vanaf het begin van de coronacrisis bedrijven en sectoren in moeilijkheden financiële steun. Uit de Monitor Bedrijfsbeleid (2020) blijkt dat, in 2020, bijna de helft van de bedrijven met twee of meer werkzame personen gebruik heeft gemaakt van een coronasteunmaatregel (CBS, 2020a; 2021a; Schellekens et al., 2021).

Met logistische regressieanalyses maken we in dit artikel inzichtelijk welke bedrijven gebruik maken van deze steun. Hiervoor gebruiken we gegevens over de verstrekte steun van de uitvoeringsinstanties UWV en de Belastingdienst en koppelen deze aan het Algemeen Bedrijven Register en aan verschillende andere bronnen van het Centraal Bureau voor de Statistiek, zodat we ook de liquiditeit, productiviteit en solvabiliteit van bedrijven kunnen berekenen.

## Onderzochte steunmaatregelen

We kijken naar het gebruik van twee typen regelingen: de Tijdelijke Noodmaatregel Overbrugging Werkgelegenheid (NOW) 1 en 2 en uitstel van belastingbetaling. De NOW compenseert loonkosten en stond open voor werkgevers die minimaal twintig procent omzetverlies verwachtten in een aaneengesloten periode. Voor de NOW 1 was dat een periode van drie maanden startende in maart, april of mei 2020, en voor de NOW 2 een periode van vier maanden startende in juni, juli of augustus 2020. Het onderzoek gebruikt de voorlopige toekenningen van deze twee regelingen; de tegemoetkoming loonkosten is nog niet definitief vastgesteld.

De tweede regeling betreft het uitstel voor het betalen van belastingen, en na meerdere verlengingen loopt deze

regeling nu tot oktober 2021. We kijken in deze analyse naar het op 30 september 2020 openstaande uitstel voor de inkomstenbelasting, de Zorgverzekeringswet, de vennootschapsbelasting, de loonheffingen en de omzetbelasting.

Zowel de NOW als de mogelijkheid om de belastingen uit te stellen waren in de beide aanvraagperiodes beschikbaar voor alle sectoren. Van de vastelastenregelingen konden in deze perioden alleen bedrijven in specifieke sectoren gebruik maken en nemen we daarom niet mee in dit artikel.

## Beschrijvende statistieken

Per regeling is er een vergelijkingsgroep gemaakt, zodat de gebruikers van steunmaatregelen kunnen worden vergeleken met een relevante groep van niet-gebruikers. Voor uitstel van belastingbetaling gaat het om alle bedrijven, voor de NOW zijn dit alleen bedrijven met personeel; dit zijn 438.985 bedrijven. Ruim een kwart daarvan heeft gebruik gemaakt van NOW 1, terwijl ruim één van de acht bedrijven heeft deelgenomen aan NOW 2.

Tabel 1 toont dat het mediane bedrijf dat gebruik maakte van de regelingen een lagere omzetontwikkeling kende dan het mediane bedrijf dat geen gebruik maakte van de regelingen. Ook waren de liquiditeitspositie en de solvabiliteitsratio – de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen – van de gebruikers van de steunmaatregelen voorafgaand aan de coronacrisis minder gunstig en lag het productiviteitsniveau van de gebruikers lager. Wel maakten de bedrijven die steun aanvroegen iets vaker gebruik van de innovatieregeling WBSO (Wet Bevordering Speur- en Ontwikkelingswerk). Uit een evaluatie blijkt dat WBSO-gebruik een goede proxy is voor innovativiteit (Dialogic, 2019).

## Logistische regressieanalyse

Met een logistisch regressiemodel schatten we de kans op steungebruik, waarbij we controleren voor verschillen in bedrijfsleeftijd, grootteklasse, bedrijfstak en of het een familiebedrijf is. Deze kenmerken verklaren immers op zich al een deel van het verschil in steungebruik. De horeca en een deel van de detailhandel zijn immers zwaarder getroffen door de beperkende maatregelen van de overheid dan bijvoorbeeld de bedrijven in de industrie.

Tabel 2 geeft de marginale effecten voor het ‘gemiddelde bedrijf’ weer. Omdat de omzetontwikkeling in het regressiemodel is opgenomen als controlevariabele, geven de gevonden effecten voor de andere variabelen aan wat de

invloed is op de kans op het gebruik van een steunmaatregel van bedrijven die dezelfde omzetonwikkeling doormaken.

## Resultaten

Zoals te verwachten neemt de kans dat bedrijven gebruik maken van steun toe naarmate ze voorafgaand aan de crisis al minder productief waren en minder liquide middelen hadden. Bedrijven met een lagere productiviteit en minder liquide middelen hebben in de regel minder reserves.

De solvabiliteitsratio lijkt (nog) geen rol te spelen in het gebruik van een steunmaatregel. Wel doet een ongunstige solvabiliteitsratio ertoe voor bedrijven die ook kampen met zowel een zwakke liquiditeitspositie als een laag productiviteitsniveau vergeleken met hun branchegenoten – in de tabel aangeduid als bedrijven met een “zwakke financiële positie”. Zij hebben een significant grotere kans om van de steunmaatregelen gebruik te maken. Het aantal bedrijven met een zwakke financiële positie is relatief beperkt – bij de NOW 1 zijn het zo'n 7.200 vooral kleine bedrijven die actief zijn in de handel.

Het zijn echter niet alleen de bedrijven met een zwakke financiële positie die vaker gebruik maken van steun. Ook innovatieve bedrijven, gemeten aan het WBSO-gebruik, doen een bovenmatig beroep op de regelingen. Daarbij blijkt de kans dat bedrijven gebruik maken van steun toe te nemen naarmate bedrijven meer gebruik maken (in uren) van de WBSO-regeling. Bij de NOW 1 gaat het om circa 7.000 bedrijven die vooral actief zijn in de industrie en in de informatie en communicatie.

## Discussie

De coronacrisis trekt een zware wissel op het Nederlandse bedrijfsleven. Met steunmaatregelen beoogt het kabinet om werkgelegenheid te behouden en onnodige faillissementen te voorkomen. Dit doel lijkt behaald: het werkloosheidspercentage in mei 2021 lag slechts 0,4 procentpunt boven dat van februari 2020 en het aantal faillissementen nam tijdens de coronacrisis niet toe (CBS, 2021b).

De steunmaatregelen hebben echter niet alleen economische schade weten te voorkomen, maar ook de marktdynamiek een tandje teruggeschroefd. Bedrijven die bij aanvang van de crisis minder efficiënt produceren dan hun concurrenten hebben vaker gebruik gemaakt van de maatregelen, net als bedrijven met een zwakke financiële positie. Dat deze bedrijven eerder een beroep doen op de steunmaatregelen was ook wel te verwachten: ze hebben minder reserves om de verliezen aan omzet door de corona-crisis op te vangen en hebben de steun het hardste nodig om te overleven. Zonder steun was een deel van deze minder productieve bedrijfsactiviteiten ongetwijfeld verdwenen.

Daarentegen vinden we ook dat innoverende bedrijven juist vaker gebruikmaken van steunmaatregelen. Dit is van belang omdat bedrijven voor de financiering van R&D vaak een beroep doen op bedrijfsinterne financiële middelen (Bakker, 2013; CBS, 2020b). Dat deze bedrijven vaker gebruik maken van de steunmaatregelen suggereert daarom dat de maatregelen helpen om te voorkomen dat bedrijven onder financiële druk hun R&D-inzet terugbrengen. De gebruiksgegevens van de WBSO bevestigen dit (RVO, 2021).

## Vergelijking van bedrijven met en zonder steun

Variabele	Eenheid	NOW 1		NOW 2		Uitstel belasting	
		Wel	Niet	Wel	Niet	Wel	Niet
Bedrijven	aantal	118.515	320.470	52.665	386.320	132.185	1.718.000
Aandeel in vergelijkingsgroep	procent	27	73	12	88	7	93
Productiviteit 2019 (x € 1.000 omzet / fte)	mediaan	157	184	150	180	153	176
<b>Cijfers 2019</b>							
Solvabiliteit 2019	mediaan	0,40	0,55	0,38	0,52	0,30	0,54
Liquiditeit 2019	mediaan	1,34	2,20	1,32	2,00	1,19	2,12
Bedrijven met zwakke financiële positie <sup>1</sup>	procent	15	10	16	11	5	3
WBSO-gebruik 2015–2019	procent	6	4	8	4	4	1
S&O-uren <sup>2</sup>	mediaan	83	125	96	104	87	105
<b>Mediane omzetonwikkeling 2020<sup>3</sup></b>							
2020K2 t.o.v. 2019K2	procent	-30,9	0,0	-42,4	-3,9	-24,9	-13,8
2020K3 t.o.v. 2019K3	procent	-5,1	2,7	-20,6	3,1	-6,8	-2,0

<sup>1</sup> Een bedrijf heeft een zwakke financiële positie als het voor zowel solvabiliteit, liquiditeit als productiviteit tot de onderste twintig procent behoort binnen zijn bedrijfstak

<sup>2</sup> Speur- en ontwikkelingsuren, meegenomen indien van de WBSO gebruik gemaakt wordt

<sup>3</sup> Uitgekeerde steun telt niet als omzet

ESB

## Regressieresultaten: effect op kans op steun

TABEL 2

	Interpretatie coëfficiënt	NOW 1	NOW 2	Belastinguitstel
Productiviteitsniveau 2019	quasi-elas	-0,015***	-0,010***	-0,010***
WBSO-gebruik	afgeleide	0,013***	0,016***	0,014***
S&O-uren per fte (ln)	quasi-elas	0,009***	0,005***	0,001**
Omzetonwikkeling K2	quasi-elas	-0,260***		
Omzetonwikkeling K3	quasi-elas		-0,156***	-0,010***
Solvabiliteit 2019	quasi-elas	0,000	0,000	-0,000
Liquiditeit 2019	quasi-elas	-0,051***	-0,025***	-0,042***
Zwakke financiële positie	afgeleide	0,074***	0,039***	0,013***
Aantal observaties		152.762	152.748	159.360
McFadden R <sup>2</sup>		0,239	0,182	0,087

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

Noot: De controlevariabelen (bedrijfstak, grootteklasse, bedrijfsleeftijd, familiebedrijf en constante) zijn niet weergegeven. De quasi-elasticiteit geeft de verandering in gebruik steunmaatregel in procentpunten weer als de variabele verandert met 1 procent. De afgeleide geeft de verandering in gebruik steunmaatregel in procentpunten weer als de dummy variabele verandert van nul naar één.

ESB

De gevolgen van de steunmaatregelen voor de economie op langere termijn zijn nog ongewis. Onze analyse toont namelijk dat de maatregelen mogelijk schade doen aan de marktdynamiek door zwakke bedrijven te steunen (allocatieve efficiëntie), maar ook dat ze mogelijk schade voorkomen door er voor te zorgen dat onderzoek en ontwikkeling bij innoverende bedrijven door kan gaan (dynamische efficiëntie). Met meer onderzoek en nieuwe gegevens kan deze puzzel opgelost worden.

## Literatuur

- Bakker, G. (2013) Money for nothing: how firms have financed R&D-projects since the Industrial Revolution. *Research Policy*, 42(10), 1793–1814.
- Bos, B. et al (2021) Gebruik van financiële coronasteunmaatregelen: de relatie tussen bedrijfskenmerken en het gebruik. Te vinden op [www.bedrijvenbeleidinbeeld.nl](http://www.bedrijvenbeleidinbeeld.nl).
- CBS (2020a) Gebruik van steunmaatregelen corona per 30 september. CBS, 13 november.
- CBS (2020b) ICT, kennis en economie. CBS Webpublicatie, 16 oktober.
- CBS (2021a) Bijna helft van de bedrijven gebruikt coronasteunmaatregel. CBS, 12 februari.
- CBS (2021b) Minder faillissementen in 2020. CBS, 12 januari.
- Dialogic (2019) Evaluatie WBSO 2017–2017. Rapport in samenwerking met APE en UNU-MERIT.
- Monitor Bedrijvenbeleid (2020) Impact corona op bedrijvenbeleid. Te vinden op [www.bedrijvenbeleidinbeeld.nl](http://www.bedrijvenbeleidinbeeld.nl).
- RVO (2021) Focus op research & development: de WBSO in 2020.
- Schellekens, M., R. 't Jong en A. Cnossen (2021) Ook ondernemingen met omzetgroei ontvangen steun. Artikel te vinden op [esb.nu](http://esb.nu).

# De dominantie van de overheid in het economisch proces moet stoppen

Al jaren maken overheden en monetaire autoriteiten het zonnebloemkapitalisme mogelijk: ze ondermijnen private verantwoordelijkheden en socialiseren verliezen. Nu, na de coronacrisis, de overheid opnieuw haar rol moet pakken, zijn er kansen om het zonnebloemkapitalisme terug zijn hok in te sturen.

## IN HET KORT

- Het zonnebloemkapitalisme ondermijnt de productiviteitsontwikkeling. Tijdig stoppen met steunbeleid is een eerste stap.
- Zonder koerswijziging bestendigt de dominantie van overheid en monetaire autoriteiten in het economische proces zichzelf.
- Een slim ingericht publiek-privaat investeringsfonds kent private verantwoordelijkheid en kan klimaat en kapitalisme redden.

## ARNOUD BOOT

Hoogleraar aan de Universiteit van Amsterdam en lid van de Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid

**D**e COVID-19-crisis dwong de overheid tot het op zich nemen van een zeer dominante rol in het economische proces. De crisis was een ongeken- de macro-economische schok waarop de private sector zich niet had kunnen voorbereiden, en veel van de steunmaatregelen – de tegemoetkoming in arbeidskosten, het belastinguistel en de verstrekte garanties op leningen – zijn dan ook door vriend en vijand omarmd.

De maatregelen waren opmerkelijk, maar wellicht minder uitzonderlijk dan op het eerste gezicht lijkt. In zekere zin herhaalde de geschiedenis zich. In de periode voor de financiële crisis van 2008/9 kenden we al bedrijven die van overheidssteun afhankelijk waren. Door deregulering waren er grote banken ontstaan, en de financiële sector werd gezien als een groei-industrie – en als van groot nationaal belang. In Nederland onder meer via het door de overheid gesteunde initiatief *Holland Financial Centre*. Banken waren ook *too big to fail* geworden, waardoor rugdekking bij falen vanzelfsprekend werd. De uiteindelijke redding door de belastingbetaler socialiseerde de verliezen.

Maar afhankelijkheid van de overheid is in feite meer structureel. In de goede tijden, alvorens het virus toesloeg, dwongen bedrijven privileges af bij nationale overheden, was mededingingsbeleid zwak, waren bedrijfsstrategieën gericht op het ondermijnen van concurrentie en was monetair beleid ruim. Al ver vóór de coronacrisis had de overheid

een dominante rol in het economische proces die private verantwoordelijkheden ondermijnde. Eerder duidde ik deze ontwikkeling als een opbloeiend zonnebloemkapitalisme, waarbij private ondernemingen zich op de overheid richtten als zonnebloemen naar de zon (Boot, 2020).

In dit artikel analyseer ik de rol van het zonnebloemkapitalisme voordat de coronacrisis toesloeg, en welke lessen daaruit te trekken zijn wat betreft de crisismaatregelen, de afbouw daarvan, en de verdere uitdagingen voor het tijdperk na corona. Bij de laatste stap maak ik de sprong naar het klimaatbeleid, omdat zowel in Nederland als in de rest van Europa een nadrukkelijke koppeling wordt gemaakt met duurzaamheidsvraagstukken en energietransitie.

## Zonnebloemkapitalisme bestendigt zichzelf

Met zonnebloemkapitalisme verwijs ik naar een potentieel contraproductieve rol van de overheid, waarbij het overheidsacteren ervoor zorgt dat private partijen hun verantwoordelijkheid niet nemen (Boot, 2020). Het kunnen 'socialiseren' van verliezen (terwijl de winsten privaat blijven; vergelijk de financiële crisis van 2008/9) en het afwentelen van private verantwoordelijkheden zijn kernelementen van het zonnebloemkapitalisme en verschillen essentieel van wat wij onder kapitalisme verstaan.

Illustratief is een vergelijking van de reactie van de cruise-industrie met die van de traditionele nationale carriers zoals Lufthansa en Air France-KLM op de coronacrisis. De grootste cruise-operator in de wereld, Carnival Corporation, had weinig tot geen overheidssteun en moest zijn toekomst zelf veiligstellen. En wat bleek? Binnen een aantal weken na aanvang van de crisis slaagde het bedrijf erin om met zijn eerste aandelenemissie te komen en deed er later nog twee. Air France-KLM gaf daarentegen geen nieuwe aandelen uit, maar hield haar hand op bij de overheid. Natuurlijk is een voorbeeld maar een voorbeeld. Maar ook Ryanair, een niet door een overheid gesteunde luchtvaartonderneming, gaf nieuwe aandelen uit, en loste haar eigen problemen op.

Vóór de coronacrisis was er al sprake van een structurele uiting van zonnebloemkapitalisme. Er sloop een soort automatische overheidssteun in het economische proces. Het in de watten leggen van grote bedrijven werd gemeengoed. De belastingverlagingen, de nul (!) procent belasting die Shell in Nederland betaalde, en de soap rond de dividendbelasting geven dit stuk voor stuk aan.



Illustratief is ook de dominantie van de centrale banken. Eind 2019, op het hoogtepunt van de conjunctuur en tien jaar na de financiële crisis van 2008/9, stonden de centrale banken nog steeds in het centrum van de belangstelling. Een verslaving aan ruim monetair beleid bleek een moeilijk terug te draaien fenomeen. Een lage rente maakte het aangaan van schulden gemakkelijker. Schuld niveaus namen, zelfs vóór corona, jaar na jaar toe, en dwongen op hun beurt de monetaire autoriteiten het ruime beleid te bestendigen – want een verhoging van de rente zou de schulden ondraaglijk maken. Zorgen werden verder versterkt omdat de lage rente ook een *search for yield* uitlokt, namelijk een poging om via riskanter beleggen toch enig rendement te behalen. De *yield spreads* (dus het extra rendement) op riskantere beleggingen worden hierdoor omlaag gedruwd en er ontstaan activabubbels. Ook deze zorgen beperken de speelruimte van de monetaire autoriteiten.

Dit is een ander kenmerk van het zonnebloemkapitalisme: zodra publieke autoriteiten structureel rugdekking bieden aan private partijen, is er geen makkelijke weg terug. Private partijen spelen erop in, waardoor het terugdraaien van de publieke steun (bijvoorbeeld door de rente te verhogen) bijna niet meer mogelijk is. Zij bestendigen daarmee de zonnebloemrol van de overheid.

### Economische effecten

Het zonnebloemkapitalisme verklaart ook de beperkte reserves bij veel bedrijven. Tijdens het uitbreken van COVID-19 vroegen velen zich af waarom bedrijven meteen hun hand op moesten houden. Het antwoord is simpel. Bedrijven die gewend zijn dat de overheid en de centrale bank een infuus aanbieden, zijn scherp gefinancierd.

Een manifestatie van zonnebloemkapitalisme is echter dat bestaande bedrijven hun marktmacht hebben kunnen vergroten via met name fusies en overnames. Hierdoor is de concurrentie afgenomen en zijn de winstmarges toegenomen (De Loecker et al., 2019; IMF, 2019).

Een reden is onder meer dat mededingingsbeleid door lobby's 'soft' wordt, misschien in de VS nog sterker dan in Europa. Ook dit is een erfenis van vóór de corona, met repercussies voor de economische dynamiek waaronder de ontmoediging van nieuwe bedrijven om toe te treden.

De toenemende marktmacht loopt parallel aan de al enige tijd achterblijvende productiviteitsgroei in de wester-

## COVID-19 versus financiële crisis

KADER 1

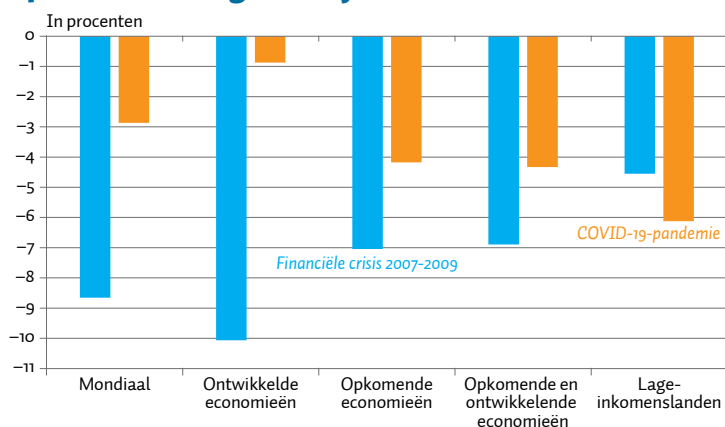
Hoewel de coronacrisis aanzienlijke schade heeft toegebracht, is, vergeleken met de financiële crisis van 2007–2009, de verwachting omtrent de uiteindelijke schade voor de ontwikkelde economieën veel beperkter, zie figuur 1. Dat heeft met de aard van de crises te maken: bij de financiële crisis werd een cruciale economische infrastructuur langdurig verstoord door aanhoudende en zelfversterkende negatieve economische effecten. De huidige crisis werd vooralsnog door massieve steun van overheden en centrale banken opgevangen, waardoor ook de financiële sector overeind bleef en zijn rol kon blijven vervullen.

Voor opkomende en armere landen geldt een ander verhaal: zij werden destijds minder hard getroffen vanwege een beperktere blootstelling aan de financiële sector,

maar worden nu echter veel harder getroffen door de geringe mogelijkheden om de economie te ondersteunen (IMF, 2021). Voor ontwikkelde economieën is de huidige crisis overigens nog niet bezworen. Even nog afgezien van mogelijke nieuwe oplevingen van de pandemie, heeft deze tot nu toe de bestaande breuklijnen in Europa en ook binnenslands versterkt. In de eurozone is verdere divergentie te verwachten, waarbij vooral de zuidelijke lidstaten verder achterop zijn geraakt. Binnen de lidstaten is de kansengelijkheid versterkt door bijvoorbeeld de ongelijke toegang tot digitaal onderwijs ten tijde van de lockdowns. Daarnaast is de vermogensongelijkheid aanzienlijk toegenomen door de bestendigde lage rente die activabubbels veroorzaakt, ook op de huizenmarkt.

### Outputverlies van de twee grote crises op de middellange termijn

FIGUUR 1



Noot: De percentages tonen het verschil tussen de omvang van het toekomstige reële bruto binnenlands product over vijf jaar zoals verwacht op de vooravond van de crisis, en zoals verwacht na het uitbreken ervan

Bron: IMF (2021) | ESB

se wereld. Zoals ook aangegeven in een recent onderzoeksrapport van Blanchard en Tirole (2021) voor de Franse overheid, is het waarborgen van mededinging cruciaal voor het bewerkstelligen van innovatie en vernieuwing, en is daarmee gunstig voor de productiviteit.

Een kanttekening is dat het onderzoek over marktmacht en concentratie nog niet is uitgekristalliseerd. De hoge marges van productieve *superstar firms* kunnen hand in hand gaan met productiviteitsstijgingen (Goldin et al., 2021). Voor de evaluatie van het COVID-19-beleid speelt de invloed van het beleid op productiviteit een grote rol.

### COVID-19-steunbeleid bevriest de economie

Het doel van het COVID-19-steunbeleid was om de schade aan de economie te beperken, hetgeen redelijk gelukt lijkt, zie kader 1. Hierbij paste het om de economische activiteit zo veel mogelijk in stand te houden, zoals die bestond toen corona toesloeg. Bedrijven konden onder meer een tegemoetkoming krijgen voor arbeidskosten en vaste lasten, uitstel voor belastingafdrachten en garanties op leningen. Productiefactoren bleven daardoor binnen de constellatie van een onderneming in stand, inclusief het daarop afgestemde menselijk kapitaal (de werknemers). Hiermee werd er getracht om de aanbodstructuur van de economie zo veel mogelijk intact te laten, en om tegelijkertijd onzekerheid en vraaguitval tegen te gaan (door ontslag te voorkomen).

Bewust werden hiermee concessies gedaan aan de allocatieve efficiëntie van de economie, het continue proces van de herallocatie van productiefactoren liep langzamer. Onder normale omstandigheden geldt het inboeten op allocatieve efficiëntie als volstrekt ongewenst, omdat het de vernieuwing stopzet en op gespannen voet staat met productiviteitsverbetering. Allocatieve efficiëntie bepaalt ten minste de helft van de productiviteitsgroei (CPB, 2021). Gegeven het plotselinge toeslaan van de pandemie en de onzekerheden over het verloop ervan, was dit echter een logische keuze, althans voor de kortere termijn.

### Beëindig tijdig de crisissteun

Het steunbeleid is niet jarenlang vol te houden. Dit is niet alleen omdat de *on hold* gezette allocatieve efficiëntie steeds verder gaat 'achterlopen', maar ook omdat het een nieuwe generatie aan de kant laat staan door het 'bestaande' te beschermen. Daarnaast zal het misbruik van de steunmaatregelen toenemen naarmate ze langer van kracht zijn, omdat er beter op ingespeeld kan worden.

Met de voorspoedige ontwikkeling van effectieve vaccins, de vaccinaties en het wegvallen van de grootste beperkingen is de crisis naar het zich (hopelijk!) laat aanzien relatief van korte duur geweest.

Maar ondanks dat de beperkingen nagenoeg voorbij zijn, blijven steunmaatregelen nog maanden doorlopen (oktober is nu de beoogde einddatum). Hier gaat het fout. Ondernemingen die weer kunnen ondernemen, moeten ook de prikkels krijgen om er daadwerkelijk een succes van te maken. Zij moeten weer vol in de wind staan, en zelf met voldoende kasstromen hun kosten weten te dekken. Ondernemers in spe worden immers ook niet gesteund. Dus moet de bevoordeling van het bestaande stoppen.

### Groei kan niet zonder dynamiek

Allocatieve efficiëntie betekent dat sommige sectoren zullen krimpen terwijl andere zullen groeien. Geaccepteerd moet worden dat bijvoorbeeld de reisbranche zal krimpen

en de op zakenreizigers georiënteerde hotels zich zullen moeten aanpassen. De overheid staat hier buiten.

Alleen bij de erfenis van hoge schulden veroorzaakt door de coronacrisis heeft de overheid mogelijk een taak. Het accommoderen van deze schuldenlast (bijvoorbeeld door de inning van belastingsschulden uit te smeren over de tijd) kan zinvol zijn omdat die belemmerend kan werken. Bovendien hebben ondernemers in spe die erfenis niet, en tast de steun op dit punt het gelijke speelveld niet aan.

Maar ook hier geldt dat private partijen moeten worden aangemoedigd om zelf te heronderhandelen over hun schulden. De overheid kan schulden van derden niet overnemen, want dat is zonnebloemkapitalisme. Bedrijven gaan ook zelf over een nieuwe financiering. Dat is een 'levensvatbaarheidstoets': zonder perspectief is nieuwe financiering immers niet in de markt beschikbaar.

Steunafbouw zorgt er ook voor dat niet-levensvatbare bedrijven zullen stoppen. Hun kasstromen zijn onvoldoende, en nieuwe financiering zal niet voorhanden zijn. Dit uittreden van ongezonde bedrijven is goed voor de economie en de productiviteit. Het schept ruimte voor nieuwe bedrijven, en zorgt dat gezonde bedrijven kunnen floreren.

Voor Nederland is er nog een extra argument om geen slap exitbeleid te voeren: er is een krapte op de arbeidsmarkt. Doorlopende steun maakt het moeilijker om aan werknemers te komen voor nieuwe bedrijven en bestaande succesvolle bedrijven. Hetzelfde geldt tussen sectoren: sectoren met betere perspectieven moeten kunnen groeien, en hiervoor is noodzakelijk dat mindere sectoren krimpen.

### Rol financiering

Belangrijk is om te onderkennen dat zowel garanties op leningen als het belastinguitstel logische maatregelen waren. Bedrijven hadden hierdoor meer liquiditeiten (bijvoorbeeld via toegang tot bancaire financiering). Ze zorgen echter wel voor veel schuld op de balans, en die maakt bedrijven kwetsbaar en zal het herstel na de crisis vertragen.

Zoals het voorbeeld van Air France-KLM en Carnival Cruises aangaf, moeten de prikkels voor bedrijven om zelf aandelen uit te geven worden versterkt – dat is risicodragend vermogen dat de balans versterkt. Er heerst een idee dat dit in een crisis hoe dan ook onmogelijk is, maar dat klopt niet zoals Carnival Cruises laat zien.

De grote afhankelijkheid van bancaire financiering werkt het zonnebloemkapitalisme in de hand. Banken zelf zijn door hun beperkte eigen vermogen kwetsbare instellingen, en ook dit heeft overheden gedwongen tot het afgeven van garanties op leningen, om te voorkomen dat banken zelf door kredietverliezen in de problemen zouden komen.

### Naar meer weerbaarheid

Ook deze crisis laat weer zien dat de maatschappij getroffen kan worden door grote verstoringen. De adviezen na de financiële crisis van de WRR (2016) en SER (2013) om de veerkracht van de samenleving te vergroten, zijn van onverminderd belang: dus bewerkstellig meer behoudende financiering van bedrijven, minder hoge schulden bij consumenten, en investeer in mensen om ze weerbaarder te maken. Een sterkere samenleving maakt het mogelijk

om daar meer verantwoordelijkheden te leggen, en vermindert dus het zonnebloemkapitalisme.

De relevante vraag daarbij is of en hoe de beschikbaarheid van meer risicodragende financiering – dus meer eigenvermogen-achtige instrumenten – vergroot kan worden. In plaats van alleen steun via leningen (die balansen verslechteren) zouden overheden ook meer achtergestelde faciliteiten kunnen bieden. Die zijn beter voor de balans van bedrijven, en geven de overheden in ruil voor het risico ook extra rendement bij succes (Boot et al., 2020).

### Herstelbeleid als klimaatbeleid

De sprong naar het klimaatbeleid na COVID-19 is onvermijdelijk. Zowel op Europees niveau als dat van Nederland wordt het herstelbeleid nadrukkelijk gekoppeld aan klimaatbeleid. Met belangrijke doelen zoals energietransitie en het bevorderen van duurzaamheid, worden allerlei suggesties gedaan om ons met overheidsinvesteringen ‘uit de crisis te investeren’.

En dat is een probleem, want door het centraal stellen van overheidsinvesteringen worden private verantwoordelijkheden ondermijnd. Bedrijven moeten namelijk zelf aan de slag. Bedrijven zien dat de schatkist openstaat en wachten af – want vroeg of laat betaalt de overheid wel omdat de klimaatdoelen van Parijs moeten worden gehaald. Dit is zonnebloemkapitalisme in optima forma, want als zoals een zonnebloem zich richt naar de zon, richten bedrijven zich op de overheid.

Wat nodig is, is dat de overheid zorgt dat private partijen hun verantwoordelijkheid nemen, en die niet kunnen afschuiven op de overheid. Wat dan ook niet helpt, is dat de prikkels in de maatschappij verkeerd liggen – het kan namelijk niet zo zijn dat de klimaatschade die bedrijven veroorzaken niet wordt bestraft. Het in rekening brengen van schade via bijvoorbeeld een CO<sub>2</sub>-belasting is dus onontkoombaar.

Maar er is ook een langetermijninvesteringsopgave, bijvoorbeeld om, in een waterstof-infrastructuur, de afhankelijkheid van vervuilende fossiele brandstoffen te verminderen. Om private partijen bereid te vinden hierin te investeren zijn consistent beleid gedurende langere tijd en regie van de overheid nodig.

Wat er nu gebeurt, is dat de overheid zelf publieke investeringsfondsen creëert, waarmee ze zelf gaat voorzien in investeringsmiddelen. Het kleine *Invest-NL* doet dat in principe tegen marktconforme voorwaarden, en het veel grotere *Nationaal Groeifonds* (het ‘Wobke-Wiebes-fonds’) verstrekt subsidies. De lobby om uit het *Nationaal Groeifonds* middelen te krijgen is intens (Boot, 2021) – zonnebloemkapitalisme dreigt dus.

Mijn suggestie is daarom om deze lobby voor te zijn en *Invest-NL* met een kapitaalinjectie van het Nationaal Groeifonds op te laten gaan in een publiek-private investeringsbank met afgebakende missie (zoals infrastructuur of duurzaamheid), en voldoende gewicht en onafhankelijkheid van de politiek. Juist door deels privaat eigendom aan het fonds te geven wordt zakelijkheid afgedwongen, en dat draagt bij aan discipline en beleidsconsistentie over de tijd. Dat laatste maakt het ook interessant voor private investeerders.

Voor de overheid slaat de publiek-private investeringsbank verschillende vliegen in een klap. Met de investerings-

bank mobiliseert zij privaat kapitaal, *Invest.NL* krijgt een anker, en de middelen uit het groeifonds komen terecht bij een partij die als primaire missie de klimaat- en energietransitie heeft. En private verantwoordelijkheden staan centraal, en daarmee dreigt er minder zonnebloemkapitalisme dan nu het geval is.

De investeringsbank met publiek-private aandeelhoudersstructuur geeft geen subsidies (die ondermijnen de verantwoordelijkheid van de private sector), maar verstrekt risicodragende financiering, gericht op het behalen van rendement. Dat rendement draagt zo ook bij aan een meer divers financieringslandschap, met een grotere rol voor risicodragend vermogen.

### Conclusie

In deze tijden waar alom wordt geroepen dat de overheid ‘terug’ is, wordt er vergeten dat de overheid nooit weg is geweest. Al vóór COVID-19 toesloeg, bevatte de rol die overheden en monetaire autoriteiten hadden ingenomen nadrukkelijk de kernelementen van het zonnebloemkapitalisme: het ondermijnen van private verantwoordelijkheden en het laten ‘socialiseren’ van verliezen, terwijl winsten privaat blijven. Dit is een ongewenste ontwikkeling, die te veel gericht is op de bescherming van het bestaande, en schadelijk is voor de productiviteit.

De rol die de overheid op zich heeft moeten nemen toen de coronacrisis toesloeg, versterkt de ongewenste grote inmenging van de overheid in het economische proces, maar kan gegeven de omstandigheden wel positief worden beoordeeld. De trage exit van de ondersteuningsmaatregelen is dat niet, en vormgeving van het herstelbeleid (vooral klimaatinvesteringen) dreigt ook private verantwoordelijkheden te ondermijnen. De door mij voorgestelde publiek-private investeringsbank is slechts een suggestie, maar ook een aansporing om met zonnebloemkapitalisme-resistente oplossingen te komen.

### Literatuur

- Blanchard, O. en J. Tirole (2021) *Major future economic challenges*. Rapport, International Commission, juni. Te vinden op [www.strategie.gouv.fr](http://www.strategie.gouv.fr).
- Boot, A. (2020) *De ontsparingen van het zonnebloemkapitalisme: de overheid past andere rol*. Artikel op [www.mejudice.nl](http://www.mejudice.nl), 20 oktober.
- Boot, A. (2021) *Exit uit de coronasteun lukt alleen via stimuleren van de productiviteit*. NRC, 15 juni.
- Boot, A., E. Carletti, H.-H. Kotz et al. (2020) *Corona and financial stability 4.0: implementing a European pandemic equity fund*. Artikel op [voxeu.org](http://voxeu.org), 25 april.
- CPB (2021) *Centraal Economisch Plan 2021*. CPB Raming, maart.
- De Loecker, J., J. Eeckhout en G. Unger (2020) *The rise of market power and the macroeconomic implications*. *The Quarterly Journal of Economics*, 135(2), 561–644.
- Goldin, I., P. Koutroumpis, F. Lafond en J. Winkler (2021) *Why is productivity slowing down?* Oxford Martin School, University of Oxford, Working Paper, 2021-6.
- IMF (2019) *The rise of corporate market power and its macroeconomic effects*. In: *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, april, hoofdstuk 2.
- IMF (2021) *World Economic Outlook: managing divergent recoveries*, april.
- SER (2013) *Nederlandse economie in stabielere vaarwater. Een macro-economische verkenning*. Sociaal-Economische Raad.
- WRR (2016) *Samenleving en financiële sector in evenwicht*. Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid, Rapport, 96.

# Bevorder economisch herstel via inclusieve productiviteitsagenda

Snellere productiviteitsgroei kan bijdragen aan het economisch herstel na de coronacrisis. Om de productiviteitsgroei op de lange termijn en over de breedte van de economie te verbeteren, is een meer inclusieve productiviteitsagenda nodig.

## IN HET KORT

- In 2021 zal de groei in de arbeidsproductiviteit zich waarschijnlijk slechts licht herstellen.
- Op lange termijn zullen met name de vergroening en de digitalisering de productiviteit beïnvloeden.
- Voor inclusieve productiviteitsgroei moet het digitale absorptievermogen van personen en bedrijven verbeteren.

## BART VAN ARK

Hoogleraar aan de University of Manchester en de Rijksuniversiteit Groningen, en directeur van The Productivity Institute in het Verenigd Koninkrijk

## KLAAS DE VRIES

Econoom bij The Conference Board in Brussel

**N**aarmate de meest directe effecten van de coronacrisis op het leven en welzijn van burgers in de achteruitkijkspiegel verdwijnen, en beleidsmakers zich buigen over de vraag hoe de economie zich zo goed mogelijk kan herstellen, is de vraag ook in hoeverre een groei van de productiviteit aan dat herstel kan bijdragen.

Productiviteit – de toegevoegde waarde (ofwel het bruto binnenlands product) per gewerkt uur – is een belangrijke motor van de economische groei en ontwikkeling. Van de gemiddeld bijna drie procent jaarlijkse groei in het bruto binnenlands product (bbp) in de afgelopen zeventig jaar (1950–2020) kan driekwart worden toegerekend aan een toename van de arbeidsproductiviteit, en het overige kwart aan een stijging van het totale aantal gewerkte uren (figuur 1).

Maar het gaat al ruim vijftien jaar niet goed met de productiviteit in Nederland. Van de één procent gemiddelde jaarlijkse bbp-groei sinds 2005 valt er nog maar een derde toe te rekenen aan arbeidsproductiviteitsgroei. Hoewel het niveau van de arbeidsproductiviteit in Nederland nog steeds relatief hoog ligt ten opzichte van de omliggende landen, blijkt ons land niettemin terrein te hebben verloren. Zo is, volgens cijfers van The Conference Board, het bbp per gewerkt uur onder het niveau van de Verenigde Staten gezakt, en is het voordeel dat Nederland heeft ten opzichte van de eurozone als geheel aan het slinken.

Bij de verklaringen voor de productiviteitsvertraging is het van belang om onderscheid te maken tussen generieke factoren die alle welvarende landen hebben getroffen en specifieke Nederlandse factoren (Roelandt et al., 2019). Tot de generieke factoren behoren onder andere de afnemende groei in de wereldeconomie, de lage investeringen in welvarende landen in de nasleep van de financiële crisis in 2008/09, en de moeizaam verlopende adoptie van nieuwe digitale technologieën en toepassingen in veel bedrijven, zoals geavanceerde data-analyse, kunstmatige intelligentie en robots.

Specifiek voor Nederland blijkt er in recente jaren sprake te zijn geweest van een relatief sterke herverdeling van werkgelegenheid van hoog- naar relatief laagproductieve activiteiten (met name binnen de marktdiensten), en naar bedrijfstakken met een relatief langzame productiviteitsgroei, zoals de zorg (De Bondt et al., 2021). Bovendien lijkt de in Nederland doorgeschoten verzelfstandiging van werkenden in de economie een negatieve invloed te hebben op investeringen in organisatorisch kapitaal en daarmee op de productiviteitsgroei (Stam et al., 2019).

## Productiviteitseffecten van de coronacrisis

Het is nog onduidelijk wat de erfenis van de coronacrisis zal zijn voor de toekomstige ontwikkeling van de productiviteit. In de loop van 2020 hebben de productiviteitscijfers een zeer instabiel verloop vertoond, omdat productie, werkgelegenheid en investeringen verschillend hebben gereageerd op de schok(ken) die de crisis tot nu toe heeft veroorzaakt. Terwijl de productie zwaar is getroffen door de van overheidswege opgelegde beperkingen, is de werkgelegenheid minder geraakt door de invoering van de Noodmaatregel Overbrugging Werkgelegenheid (NOW).

Tabel 1 toont de productiviteitsgroei voor Nederland per kwartaal (in vergelijking met het voorgaande kwartaal) en voor 2020 als geheel (in vergelijking met 2019). In het tweede kwartaal daalde de productiviteit sterk vanwege de plotselinge schok van de coronacrisis in maart 2020. Dit werd gevolgd door herstel in de tweede helft van het jaar, en met name in het laatste kwartaal. De totale daling in arbeidsproductiviteit in 2020 was daarom slechts 0,5 procent, wat gunstig afsteekt bij de veel scherpere daling in het bbp van 3,7 procent.

De productiviteit binnen bedrijfstakken blijkt sterker te zijn gedaald dan de geaggregeerde cijfers voor de totale economie. Dit is voornamelijk het gevolg van het feit dat laag-



productieve sectoren – zoals de horeca, accommodatie en cultuur – zwaarder door de lockdownmaatregelen werden getroffen dan de hoogproductieve sectoren, zoals de industrie en de overige marktdiensten. Hierdoor nam het relatieve aandeel van de hoogproductieve sectoren in het bbp toe.

Na het uitfilteren van de verschuivingseffecten tussen sectoren komt de productiviteitsafname binnen de bedrijfstakken in 2020 gemiddeld uit op 1,5 in plaats van 0,5 procent. De horeca, accommodatie en cultuursectoren zagen hun productiviteit gemiddeld flink afnemen, en droegen daardoor, ondanks hun geringe aandeel van vijf procent in het totale bbp, maar liefst 0,9 procentpunt bij aan de geaggregeerde productiviteitsdaling. Ook de productiviteitsbijdrage van andere dienstverlenende sectoren was gemiddeld negatief. De industrie compenseerde deze productiviteitsafname in de dienstensector maar ten dele met een kleine positieve bijdrage in 2020.

### Productiviteitsontwikkeling na corona

Naar verwachting zal het aandeel in de economie van de laagproductieve sectoren die in 2020 krompen weer toenemen al naar gelang de economie zich weer verder opent. Dit zal een negatief effect hebben op de geaggregeerde macro-economische productiviteitsgroei in 2021.

Daarentegen kan de geaggregeerde productiviteit verbeteren door een stijging in de geaggregeerde vraag en doordat veel niet-productieve bedrijven na het wegvallen van de steunmaatregelen alsnog het loodje leggen. Maar het totale effect hiervan is moeilijk te voorspellen. Ook productieve bedrijven kunnen ten onder gaan als ze niet over voldoende liquiditeit beschikken of insolvent worden na de crisis (Banerjee en Hofmann, 2020). De steunmaatregelen kunnen daarom beter selectief worden afgebouwd. Dit zou kunnen door verdere steun afhankelijk te maken van duidelijk in de tijd begrensde investeringsplannen, met name voor kleine en middelgrote bedrijven, teneinde de kansrijke bedrijven een betere kans op herstel te bieden.

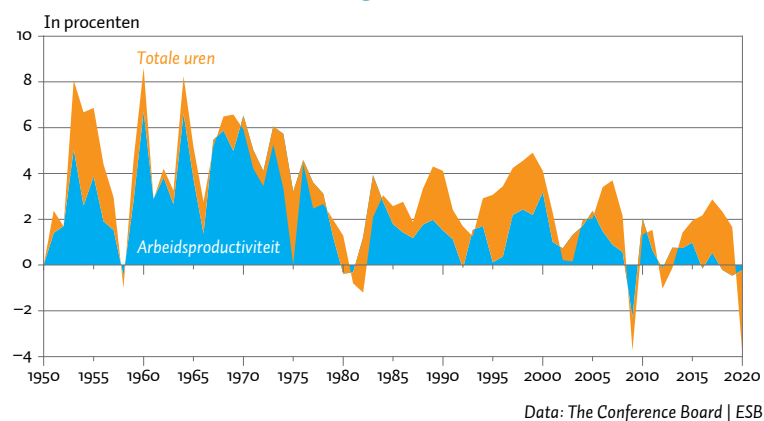
In de loop van 2021 zou er tevens een zichtbaar productiviteitseffect kunnen optreden als gevolg van een versnelling in de automatisering. Deels kan dit het gevolg zijn van de aanhoudende krapte op de arbeidsmarkt, die ook al vóór de crisis zichtbaar was. Daarnaast nam tijdens de coronacrisis de digitalisering toe, zoals het grotere gebruik van digitale toepassingen tijdens het thuiswerken, de stijging in de digitale aankopen van goederen en diensten en een versnelling van de digitale transformatieprocessen binnen bedrijven (Riom en Valero, 2020).

Het is nog onzeker of deze positieve productiviteitseffecten permanent zullen zijn. Er zou bijvoorbeeld een plateau kunnen ontstaan in online uitgaven na de eerdere versnelling tijdens de pandemie. Hybride modellen van thuis- en kantoorwerk bevinden zich ook nog in een experimenteel stadium, en het is onzeker of een combinatie van thuis- en kantoorwerk de productiviteit daadwerkelijk zal kunnen verbeteren (Barrero et al., 2021; Egbert et al., 2021).

Alle ontwikkelingen tezamen genomen, zal er in 2021 wellicht sprake kunnen zijn van enig herstel in de productiviteit als gevolg van de afname in 2020, maar het is verre van zeker dat daardoor ook de langetermijntrend zal verbeteren.

**Bijdrage van het aantal gewerkte uren en de productiviteit aan de bbp-groei**

FIGUUR 1



Data: The Conference Board | ESB

**Decompositie groei arbeidsproductiviteit ten opzichte van 2019, in procenten**

TABEL 1

	2020	2020 1 <sup>e</sup> kw	2020 2 <sup>e</sup> kw	2020 3 <sup>e</sup> kw	2020 4 <sup>e</sup> kw
<b>Totale arbeidsproductiviteitsgroei<sup>1</sup></b>	-0,5	0,1	-2,0	0,1	2,5
Productiviteitsgroei binnen bedrijfstakken	-1,5	0,1	-3,7	1,2	1,5
Verschuivingseffect <sup>2</sup>	1,0	0,0	1,7	-1,1	1,0
<b>Arbeidsproductiviteitsgroei binnen bedrijfstakken (100), waarvan</b>	-1,5	0,1	-3,7	1,2	1,5
Industrie (14% van 2019 bbp)	0,3	0,2	-0,4	0,4	0,8
Landbouw, mijnbouw, nutsbedrijven, bouw (11% van 2019 bbp)	0,1	0,5	-0,2	-0,2	0,2
Marktdiensten (excl. horeca, accommodatie en cultuur) (57% van 2019 bbp)	-0,6	0,5	-2,7	1,5	0,7
Horeca, accommodatie en cultuur (5% van 2019 bbp)	-0,9	-0,4	-0,9	0,5	-1,1
Niet-marktdiensten (14% van 2019 bbp)	-0,7	-0,8	0,6	-0,9	1,0

<sup>1</sup> Sommering vanaf bedrijfstakniveau (28 bedrijfstakken) volgens shift-share-formule (De Vries et al., 2015); exclusief toegevoegde waarde toegerekend aan eigenhuisbezit);  
<sup>2</sup> Effect van herverdeling van werkgelegenheid tussen bedrijfstakken met verschillende productiviteitsniveaus en -groeiotten

Data: CBS en Eurostat | ESB

### Vergroening en digitalisering

Voor duurzame productiviteitseffecten op de groei moeten we ons veel meer richten op de langere termijn. Deze zal naar verwachting met name worden bepaald door de effecten van de vergroening van de economie, en door een toename in de adoptie van digitale technologie.

#### Vergroening economie

Er is nog weinig bekend over de productiviteitseffecten van de omschakeling in energievoorziening van fossiele naar non-fossiele brandstoffen. De Nederlandse aardgaswinning en het goed ontwikkelde distributienetwerk heeft in het verleden geleid tot belangrijke productiviteitswinsten voor de grote energieverbruikers in de economie. De transitie naar groen energieverbruik vereist hoge initiele investeringen en complexe aanpassingsprocessen, met name in bestaande installaties, waardoor productiviteitseffecten voorsnog niet te zien zullen zijn, met name als de afkoppeling versneld moet worden gerealiseerd (SEO, 2019).

**Bijdrage van meer en minder digitale technologie gebruikende bedrijfstakken aan de groei in Nederland** TABEL 2

	Groei in toegevoegde waarde per gewerkt uur	Groeibijdragen van:		
		Digitaal-producerende bedrijfstakken	Intensieve digitaal-gebruikende bedrijfstakken	Minder intensieve digitaal-gebruikende bedrijfstakken
2003-2007	2,1	0,5	0,9	0,7
	100%	22%	43%	36%
2013-2018	1,0	0,2	0,5	0,3
	100%	16%	57%	27%

Noot: Digitaal producerende bedrijfstakken bedienen zich van computers en andere elektronische apparatuur, telecommunicatie en verdere ICT-dienstverlenende bedrijfstakken. De overige bedrijfstakken zijn gerangschikt op basis van een OESO-taxonomie (Calvino et al., 2018), en opgedeeld in de helft van de bedrijfstakken met het meest intensieve gebruik van digitale technologie ten opzichte van de helft met de laagste intensiteit.

Bron: Van Ark et al. (2021) | ESB

De verduurzamingsactiviteiten in de circulaire economie zijn vooralsnog relatief arbeidsintensief ten opzichte van de oude economie, en hebben daarom eveneens een drukkend effect op de geaggregeerde productiviteitsgroei (CBS, 2020). Pas wanneer nieuwe duurzame technologieën en innovaties op grotere schaal en over de breedte van de economie kunnen worden toegepast, zullen er productiviteitswinsten zichtbaar worden op geaggregeerd niveau (OESO, 2017).

### Digitalisering

In tegenstelling tot groene technologie, zijn er bij de toepassingen van digitale technologie al wel positieve productiviteitseffecten zichtbaar. Van Ark et al. (2021) laten door middel van een internationale vergelijking zien dat bedrijfstakken die het meest intensief gebruikmaken van digitale technologie – onder andere door middel van hogere uitgaven aan software, digitale en andere immateriele diensten, een toenemend gebruik van ICT-specialisten en hogere online-verkopen – meer bijdragen aan de groei van de productiviteit dan bedrijfstakken die minder digitaal intensief zijn.

In Nederland wisten de bedrijfstakken die digitale technologie het intensiefst gebruiken, niet alleen hun groeivoorsprong op minder intensieve gebruikers te behouden, maar ook hun aandeel in totale productiviteitsgroei te laten toenemen van 43 tot 57 procent (tabel 2).

Om ook productiviteitsverbeteringen te realiseren in bedrijfstakken die tot nu toe minder intensief gebruikmaakten van digitale technologie, is het belangrijk om de absorptiecapaciteit te verbeteren. Dit betekent dat bedrijven en werknemers de vaardigheden ontwikkelen, veelal door training en scholing, om nieuwe digitale technologieën te vertalen naar innovaties en toepassingen die leiden tot efficiëntere processen en nieuwe producten en diensten.

Door een versterking van de digitale absorptiecapaciteit kunnen er ook andere technologieën worden gefaciliteerd. Digitale technologie kan bijvoorbeeld de productiviteit van de toepassing van niet-fossiele energiebronnen bevorderen door een slimmer energieverbruik in grote installaties, machines en transportmiddelen, het toepassen

van meer efficiënte bouwtechnieken, en door de decarbonisering van de voedselproductie (OESO, 2017).

### Inclusieve productiviteitsagenda

Uiteindelijk zal een herstel in de productiviteitsgroei ook zichtbaar moeten worden in een verbetering van welvaart en welzijn. Historisch gezien loopt dit verband via twee kanalen, namelijk door een betere beloning van werknemers en, in bredere zin, de creatie van ‘goede banen’. In recente jaren lijken beide kanalen echter steeds meer te zijn dichtgeslibd, onder andere door snelle technologische ontwikkelingen, de flexibilisering van de arbeidsmarkt, en de invloeden van concurrentie uit lage-inkomenslanden (Milanovic, 2016; Euwals en Meijerink, 2018).

Vanwege de beperkte vertaling van productiviteitsgroei in welvaart en welzijn dient productiviteit een wezenlijk onderdeel uit te maken van een inclusieve groeiagenda. Dit kan onder andere door het realiseren van bredere toegang tot en doorstroming in het onderwijs, het verbeteren van de participatie van bedrijven en werknemers in het innovatieproces, en het versterken van de sociale infrastructuur, door middel van bijvoorbeeld gezondheidszorg, onderwijs en huisvesting (OESO, 2018; Bertelsmann Stiftung, 2020). Op al deze punten kan digitale technologie een bijdrage leveren. Zo blijkt uit onderzoek door het Sociaal en Cultureel Planbureau dat, na het inkomen, digitale vaardigheden de belangrijkste invloed hebben op de leefsituatie van mensen (SCP, 2019).

Maar er zijn ook belangrijke risico's verbonden aan digitalisering die de ongelijkheid juist kunnen vergroten. Deze risico's worden deels veroorzaakt door verschillen in digitale vaardigheden, die terug te voeren zijn op een gebrek aan brede toegang tot onderwijs. Deels ontstaat digitale ongelijkheid ook doordat voor sommige beroepen een groter deel van de taken door digitale technologie kan worden vervangen.

Een inclusieve productiviteitsagenda zal zich daarom vooral moeten richten op het beter benutten van digitale technologie over de breedte van de economie en de samenleving (Pilat, 2021). Voor bedrijven betekent dit vooral het stimuleren van digitale toepassingen, met name ook in het midden- en kleinbedrijf. Hierbij moet ook aandacht worden besteed aan verbetering in de kwaliteit van management (Aral et al., 2020), sociale innovaties en innovatiecosystemen (Volberda et al., 2011), en het bevorderen van diversiteit en inclusiviteit (Steele en Derven, 2015).

Voor individuele beroepen is het vooral belangrijk om digitale toepassingen beter te integreren in bestaande en nieuwe taken. Dit hoeft niet ten koste te gaan van banen. Juist in de bedrijfstakken en bedrijven die tot nu toe niet zo ontvankelijk zijn geweest voor digitale technologie, is het onwaarschijnlijk dat nieuwe toepassingen deze beroepen in een keer zullen wegvagen (Kerkemazos en Tyros, 2021). In de gezondheidszorg kunnen veel digitale toepassingen bijvoorbeeld de uitvoering van taken door medisch en zorgpersoneel ondersteunen, waardoor er tijd beschikbaar komt om nieuwe taken, die tot nu toe zijn blijven liggen, op te pakken. Scholing en training in digitale toepassingen en het bevorderen van een innovatiecultuur om te kunnen experimenteren zijn hiervoor belangrijk.

## Betere meting van productiviteit

Voor inclusieve productiviteitsgroei is het tevens van belang om de meting van de output- en input-begrippen in de productiviteitsformule verder te verbeteren. Het bbp is als output-begrip onvolledig als men beoogt om welvaart en welzijn te bevorderen, en op sommige onderdelen letterlijk contraproductief. Als productiviteitsgroei bijvoorbeeld voortkomt uit een intensiever gebruik van materialen die veel beslag leggen op het milieu, of wordt gerealiseerd door lage lonen of slechte werkomstandigheden, dan is die productiviteitsgroei per definitie niet inclusief.

Recente initiatieven tot verbetering en uitbreiding van het bbp kunnen bijdragen tot een bredere outputmaatstaf. (Jorgenson, 2018; Heys et al., 2019). Daarnaast zal het huidige stelsel van nationale rekeningen ook moeten worden uitgebreid met complementaire rekeningen die nadrukkelijk de deels niet-monetaire effecten van klimaatverandering, maatschappelijk welzijn en verdeling, beter in kaart brengen (Hoekstra, 2019).

Aan de input-zijde van de productiviteitsformule volstaat het traditionele concept van investeringen ook niet langer. Immaterieel kapitaal is sinds 1995 verantwoordelijk geweest voor ongeveer een kwart van de economische groei in Nederland (Freeman, 2021). Een deel hiervan, zoals investeringen in software en R&D, wordt nu al gemeten als onderdeel van de inputs in de nationale rekeningen. Maar uitgaven aan training buiten het formele onderwijs, de managementvaardigheden en innovatieprocessen die de adoptie van digitale technologie bevorderen, worden nog steeds gemeten als een kostenpost waardoor de langetermijneffecten op productiviteitsgroei niet worden meegeten.

## Tot slot

Productiviteit is vooral een zaak van individuele organisaties. Maar juist in de digitale economie worden de muren van de organisatie steeds poreuzer. Digitale technologie vergemakkelijkt de productieve samenwerking tussen organisaties, zowel in verticale zin (bijvoorbeeld in de productieketen) als in horizontale zin (tussen bedrijven onderling en tussen bedrijfsleven, overheid en onderwijssector).

Met name bij horizontale samenwerking kan de overheid een belangrijke rol spelen door regionale en lokale innovatie-ecosystemen te ondersteunen. Hier bestaan de beste kansen om digitale tweedeling op maatwerkniveau aan te pakken, door de vraag en het aanbod van digitale vaardigheden op te lossen in samenwerking met het bedrijfsleven en de onderwijssector.

## Literatuur

- Aral, E., M. van den Berg, A. Boutorat et al. (2020) *Management quality and productivity*. CBS Onderzoeksrapport, september.
- Ark, B. van, K. de Vries en A. Erumban (2021) How to not miss a productivity revival once again? *National Institute Economic Review*, 255(1), 9–24.
- Banerjee, R.N. en B. Hofmann (2020) *Corporate zombies: anatomy and life cycle*. BIS Working Paper, 882.
- Barrero, J.M., N. Bloom en S.J. Davis (2021) *Why working from home will stick*. NBER Working Paper, 28731.
- Bertelsmann Stiftung (2020) *Produktivität und inklusives Wachstum*.
- Bondt, H. de, G. Buiten, M. Polder en M. van Rossum (2021) *De Nederlandse productiviteitspuzzel: overzicht, enkele uitkomsten en uitdagingen rondom het meten van productiviteit*. CBS Paper, 8 juni.
- Calvino, F. et al. (2018) *A taxonomy of digital intensive sectors*. OECD Science, Technology and Industry Working Paper, 2018/14. Parijs: OECD Publishing.
- CBS (2020) *Circulaire economie in Nederland*. CBS Artikel, februari.
- Egbert J., P.I. Verstraten en C. Zimpelmann (2021) *Thuiswerken vóór, tijdens en ná de coronacrisis*. CPB Achtergronddocument, januari.
- Euwals, R. en G. Meijerink (2018) *Inclusieve globalisering*. CPB Policy Brief, 2018/08.
- Freeman, D. (2021) Immaterieel kapitaal wordt steeds belangrijker voor de Nederlandse economie. *ESB*, 106(4795), 35–39.
- Heys, R., J. Martin en W. Mkandawire (2019) *GDP and welfare: a spectrum of opportunity*. ESCoE Discussion Paper, 2019-16.
- Hoekstra, R. (2019) *Replacing GDP by 2030: towards a common language for the well-being and sustainability community*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Jorgenson, D.W. (2018) Production and welfare: progress in economic measurement. *Journal of Economic Literature*, 56(3), 867–919.
- Kerkemeros, Y. en S. Tyros (2021) Omarm automatisering, maar zorg dat werkenden hiervan profiteren. *ESB*, 106(4797), 222–225.
- Milanovic, B. (2016) *Global inequality: a new approach for the age of globalization*. Cambridge, MA: Belknap Press.
- OESO (2017) *Investing in climate, investing in growth*. Parijs: OECD Publishing.
- OESO (2018) *The productivity-inclusiveness nexus*. Parijs: OECD Publishing.
- Oevering, F., O. Raspe, S. Hardeman en R. Aalders (2020) *Regionaal beleid voor productiviteit en brede welvaart*. Rabobank Special, 9 oktober.
- Pilat, D. (2021) Welvaart vraagt om andere focus in digitaliseringsbeleid. *ESB*, te verschijnen.
- Riom, C. en A. Valero (2021) *The business response to Covid-19: the CEP-CBI survey on technology adoption*. Centre for Economic Performance, Paper, 009.
- Roelandt, T., M. Akkermans, M. Polder en H. van der Wiel (2019) De mondiale productiviteitspuzzel voor Nederland. *ESB*, 104(4778), 468–471.
- SCP (2019) *De sociale staat van Nederland 2019*. SCP-publicatie 2019-14.
- SEO (2019) *Verlaging van gaswinning tot beneden het niveau van leveringszekerheid*. SEO Rapport, 2019-66.
- Stam, E., M. van der Veen en D. Smetsers (2019) Economische groei vraagt om meer dan zzp'ers. *ESB*, 104(4774), 278–280.
- Steele, R. en M. Derven (2015) Diversity & Inclusion and innovation: a virtuous cycle. *Industrial and Commercial Training*, 47(1), 1–7.
- Volberda, H., J. Jansen, M. Tempelaar en K. Heij (2011) Monitoren van sociale innovatie: slimmer werken, dynamisch managen en flexibel organiseren. *Tijdschrift voor HRM*, 1, 85–110.
- Vries, G. de, M. Timmer en K. de Vries (2015) Structural transformation in Africa: static gains, dynamic losses. *The Journal of Development Studies*, 51(6), 674–688.

# Betrek alle ministeries en samenleving bij aanjagen innovatie via missies

Recentelijk is innovatiebeleid gekoppeld aan de maatschappelijke uitdagingen waar uiteenlopende ministeries zich mee bezighouden. Wat betekent dit voor de rolverdeling tussen ministeries en de balans tussen variëteit en richting?

## IN HET KORT

- Publieke middelen voor innovatie moeten in toenemende mate bijdragen aan het oplossen van maatschappelijke problemen.
- Missiegestuurd innovatiebeleid vraagt om een grotere rol van vakdepartementen bij het bepalen van beleidsrichtingen.
- Het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat kan zich daardoor beperken tot stimulering en het creëren van variëteit.

## KOEN FRENKEN

Hoogleraar aan de Universiteit Utrecht (UU)

## MARKO HEKKERT

Hoogleraar aan de UU

## MATTHIJS JANSSEN

Universitair docent aan de UU en principal scientist bij Dialogic

De maatschappelijke kijk op innovatie is de afgelopen jaren veranderd. Overeenkomstig de tijdsgeschiedenis van marktdenken heeft de overheid de afgelopen decennia nauwelijks richting willen geven aan innovatie. De rijksoverheid geeft bedrijven weliswaar flinke subsidies om R&D te doen en om met universiteiten samen te werken, maar laat de technologie- en productkeuzes over aan bedrijven en consumenten. Dit heeft geleid tot een focus op innovatie-instrumenten die met name gericht zijn op het creëren van een grote diversiteit aan nieuwe producten en processen, zonder op specifieke thematische keuzes of innovatierichtingen aan te sturen.

Met de toegenomen bewustwording van de grote maatschappelijke problemen (klimaat, stikstof, onbetaalbare gezondheidszorg), en de maatschappelijke verwachting dat deze worden opgelost, staat de klassieke rationale van het innovatiebeleid steeds meer onder druk. Omdat het leeuwendeel van het huidige instrumentarium (Wet Bevordering Speur- en Ontwikkelingswerk (WBSO) en Innovatiebox) ongericht is, wordt ook R&D gestimuleerd die haaks staat op het oplossen van maatschappelijke problemen. Het is wachten op Kamervragen over waarom de overheid met publieke middelen innovatie stimuleert die de huidige problemen alleen maar verergeren.

Deze situatie leidt tot een roep om zogeheten 'missiegedreven innovatiebeleid'. Dergelijk innovatiebeleid stimuleert innovatie met een specifiek doel, en is wel gericht op het oplossen van maatschappelijke problemen.

Na jaren van een op groei gericht innovatiebeleid heeft dit beleid in Nederland een nieuwe wending genomen. Het kabinet heeft in zijn Kamerbrief van 29 april 2019 Kennis- en Innovatieagenda's (KIA's) centraal gesteld op het gebied van duurzame energie, duurzame landbouw, betaalbare zorg en nationale veiligheid. Deze agenda's sluiten direct aan bij de grote maatschappelijke uitdagingen van onze tijd, respectievelijk mondiale opwarming, verlies van biodiversiteit, snel stijgende zorgkosten en toenemende politieke instabiliteit.

De term 'missiegedreven innovatiebeleid' suggereert dat het vooral op het bordje ligt van het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat (EZK), aangezien men daar verantwoordelijk is voor innovatiebeleid. Dit is voornamelijk ook hoe het wordt uitgevoerd. Door innovatie te koppelen aan maatschappelijke problemen ontstaat er echter een noodzaak om het innovatiebeleid goed af te stemmen met de vakdepartementen die beleidsverantwoordelijk zijn voor deze problemen, en deze pogen op te lossen via een veelheid aan instrumenten.

In dit artikel beargumenteren we dat het verstandig is om missiebeleid niet te reduceren tot enkel het door missie gestuurde innovatiebeleid van EZK. In plaats daarvan is het vooral zaak om vakdepartementen en maatschappelijke vertegenwoordigers sterker te betrekken bij beleidskeuzes en het bevorderen van kansrijke innovatierichtingen. Op dit moment scharen vakdepartementen zich al wel achter missies, maar leunt het bijbehorende beleid te veel op de op technologie georiënteerde instrumenten van EZK. Idealiter is het onderzoek naar nieuwe oplossingen nog relatief breed en divers, terwijl deskundige beleidsmakers, professionals en burgers meer zeggenschap krijgen over de selectie van de meest veelbelovende innovaties.

## De opkomst van missies in Nederland

Het hanteren van missies als uitgangspunt bij innovatiebeleid betekent een trendbreuk met het neoliberalisme (Mazzucato, 2018). Door nu expliciete missies aan maatschappelijke uitdagingen te koppelen, geeft de overheid een normatieve sturing aan innovatie. Immers, de keuze voor een bepaalde missie is een politieke keuze.

Het missiedenken betekent een omslag in het innovatiebeleid, maar past in een langere traditie waarin de Nederlandse overheid gericht beleid voerde om de innovatiekracht van de economie te versterken (Velzing, 2013). Om dit historisch te duiden hebben we een diagram



gemaakt waarmee wordt aangegeven in hoeverre innovatie of verspreiding centraal staat in het beleid, en in welke mate men mikt op aanbodversterking of vraagsturing (figuur 1).

### Missiebeleid na de wereldoorlogen

De eerste vorm van missies in innovatiebeleid ontstond als reactie op de technologische achterstanden die waren opgelopen tijdens de wereldoorlogen. De wens om deze achterstand weer in te lopen leidde na de Eerste Wereldoorlog tot de oprichting van TNO, en na de Tweede Wereldoorlog tot de oprichting van het Centrum voor Wiskunde & Informatica, met nadruk op toegepaste wiskunde, en de stichting Fundamenteel Onderzoek der Materie die zich vooral op de kernfysica richtte.

Het ging in deze fase van industrialisering met name om de verspreiding van buitenlandse kennis naar Nederland. Het doel was om wetenschappelijke kennis in te zetten in landbouw, industrie, en infrastructuur, voor de verbetering van productieprocessen, rekenmodellen en de energievoorziening, om zo de kwaliteit van de aanbodkant van de economie te versterken.

### Missiebeleid voor behoud innovatievermogen

Een tweede periode waarin missies een rol speelden, is de periode na de crisis in de jaren zeventig. In die tijd kozen de nationale kampioenen voor het afslanken van hun R&D-inspanningen. Als reactie hierop poogde de Nederlandse overheid op verschillende manieren dit verlies aan investeringen op te vangen met stimuleringsregelingen. Het doel was het behoud van innovatievermogen bij bestaande technologiebedrijven (zoals Fokker en Philips). Dit verschoof in de jaren negentig naar technologische topinstituten, later naar topsectoren en StartupDelta, nu TechLeap geheten.

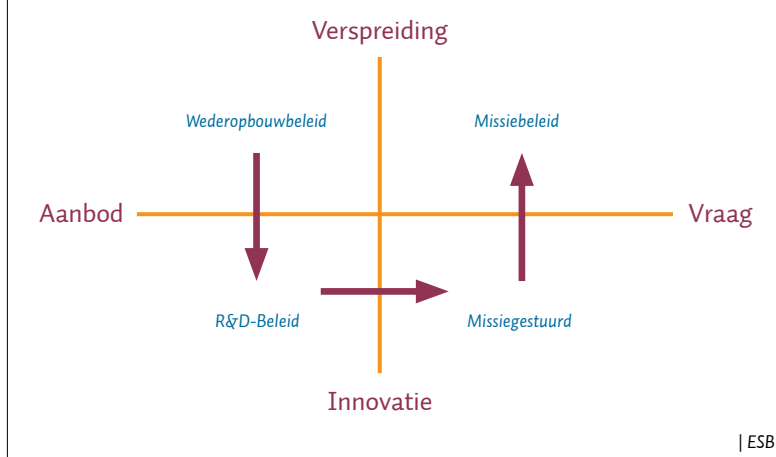
Tegelijkertijd voerde de Nederlandse overheid een steviger generiek innovatiebeleid in de vorm van R&D-subsidies (WBSO) en winstbelastingaftrek (Innovatiebox). Hiermee stond het beleid niet langer in het teken van de verspreiding van kennis, maar van de creatie ervan. Het adagium was dat het aan het bedrijfsleven was en niet aan de overheid om de richting van innovatie te sturen.

### Missiebeleid in de 21e eeuw

De afgelopen jaren bleef de beleidsmatige nadruk op generieke innovatie liggen, maar werd er langzaam meer gestuurd op de politieke vraag naar oplossingen voor de

## Missies in historisch perspectief

FIGUUR 1



| ESB

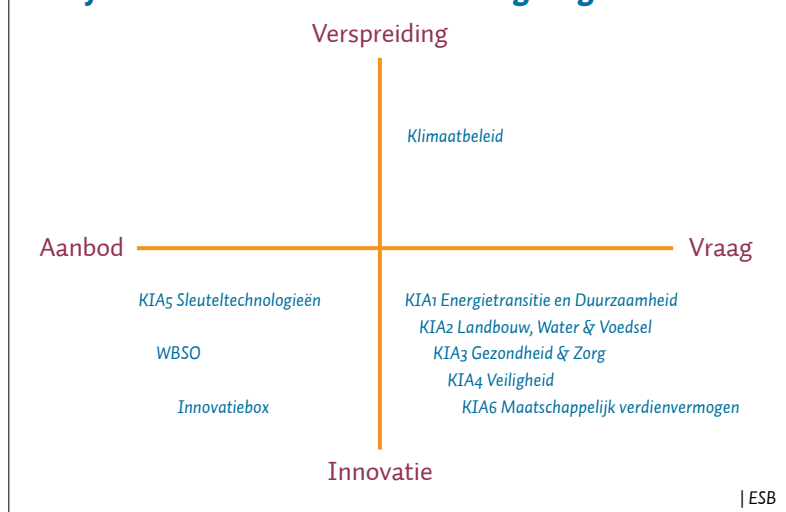
maatschappelijke uitdagingen van de 21e eeuw. Deze ontwikkeling werd vanaf 2014 aangejaagd door het Europese R&D-beleid. Het niet-generieke deel van het Nederlandse innovatiebeleid bleef zich in deze periode richten op economische versterking door en vanuit de topsectoren – zij het dat deze hun Kennis- en Innovatieagenda's enigszins gingen koppelen aan maatschappelijke uitdagingen.

Deze kanteling is doorgezet met de lancering van het 'missiegedreven topsectoren- en innovatiebeleid' in 2019. Hierbij speelde ook mee dat vakdepartementen meer te zeggen wilden krijgen over de innovatiedoelen en -richtingen waar de voor hen relevante topsectoren zich op richten. Voor de vakdepartementen is het primaire belang immers om innovatie-inspanningen een richting op te sturen die bijdraagt aan het verhelpen van maatschappelijke problemen, en aldus de welvaart te vergroten. Dat publieke middelen de R&D voor bedrijven goedkoper maken en de kans vergroten op het ontstaan van lucratieve toepassingsmogelijkheden is bijzaak. Goed bestuur betekent bovendien dat publieke middelen niet meer besteed worden aan innovaties die maatschappelijke problemen juist in stand houden – zoals de R&D-subsidies aan sterk vervuilende sectoren die niet gericht zijn op duurzame verandering.

Inmiddels zien we de contouren ontstaan van wat we 'missiebeleid' noemen. Dit beleid beoogt met een integrale aanpak een maatschappelijke uitdaging het hoofd te bieden. De onderliggende beleidsmix richt zich daarbij vooral

Analyse van verschillende innovatieregelingen

FIGUUR 2



op verspreiding van oplossingen en kan bestaan uit productsubsidies, nieuwe belastingen, regulering, gedragsbeïnvloeding en ondersteuning van burgerinitiatieven. Hierbij gaat het overigens niet alleen om het opschalen van het gewenste, maar ook om het afschalen van het ongewenste.

In Nederland is er geen expliciet beleidskader voor dergelijk missiebeleid; wel bevat het ‘missiegedreven topsectoren- en innovatiebeleid’ op onderdelen aandacht voor verspreidingsprikkels en maatschappelijke uitdagingen. Zo zijn de missiedoelen niet door de topsectoren geformuleerd, maar door de verantwoordelijke vakdepartementen. Door zich aan die doelen te committeren staan ze aan het roer voor het behalen ervan, waarbij ze onder andere kunnen leunen op de vernieuwing die vanuit de topsectoren wordt aangedragen.

Het valt echter te betwijfelen of vernieuwing vanuit alleen de topsectoren voldoende is om de missiedoelen te halen. Hoewel een nieuwe regeling als de MOOI (Missiegedreven Onderzoek, Ontwikkeling en Innovatie) verlangt dat ook gebruikers in innovatieprojecten betrokken worden, is er nog altijd een enorm risico dat aangereikte technologische innovaties niet aanslaan – of zelfs niet eens relevant zijn voor problemen die eigenlijk gedragsveranderingen in plaats van technologieën vereisen. Het ondervangen van dergelijke beperkingen kan vragen om het herzien van de bestaande beleidsmix.

**Reflectie op de Kennis- en Innovatieagenda’s**

Het ‘missiegedreven topsectoren- en innovatiebeleid’ is vanaf het begin sterk gekoppeld aan zes Kennis- en Innovatieagenda’s (KIA’s) (Topsectoren, 2021). De eerste vier zijn vrij specifiek: Energietransitie en Duurzaamheid (KIA1), Landbouw, Water & Voedsel (KIA2), Gezondheid & Zorg (KIA3), en Veiligheid (KIA4). Daarnaast is er een agenda van sleuteltechnologieën als Nano-, Bio- & Digitale technologie (KIA5), en een agenda aangaande het Maatschappelijk verdienvermogen van missiegestuurde innovatie (KIA6).

Als we deze agenda’s plaatsen in ons diagram, dan passen de eerste vier KIA’s in het zuidoostelijke kwadrant (figuur 2). Het ontwikkelen en toepassen van sleuteltechnologieën, wat soms ook als missie wordt bestempeld, past

beter in het zuidwestelijke kwadrant. Deze strategie bouwt voort op beleid om universiteiten te koppelen aan bedrijven, en zo het innovatievermogen van de Nederlandse economie te verbeteren. Hiermee wordt er teruggegrepen op het topinstitutenbeleid van het eind van de vorige eeuw.

De agenda van het maatschappelijk verdienvermogen richt zich op het opschalen en uitrollen van oplossingen voor maatschappelijke uitdagingen. Hierbij gaat het niet alleen om verspreiding van nieuwe producten en productietechnieken, maar ook om nieuwe diensten, verdienmodellen, wetten, regels, en de gedragingen van bedrijven en burgers. We classificeren dit toch rechtsonder, aangezien het vooral onderzoek betreft, en niet heel direct leidt tot grootschalige verspreiding.

De agenda’s van de eerste vier KIA’s zijn alle gekoppeld aan maatschappelijke uitdagingen met specifieke missies en ambitieuze doelen in termen van reductie van uitstoot, grondstoffengebruik, ziektebelasting en gezondheidsverschillen.

Binnen de vier KIA’s bestaan er evenwel aanzienlijke verschillen in termen van uitwerking en organisatie. Zo zijn er op het gebied van de energietransitie en de gezondheidszorg heel specifieke doelen geformuleerd, terwijl de missies in de landbouw en veiligheidssector vrij algemeen gesteld zijn.

De verschillen tussen de KIA’s vinden hun oorsprong in de verschillende beleidscontexten. De concrete ambities op het gebied van energietransitie volgen logischerwijs uit het Akkoord van Parijs, en kunnen binnen het Ministerie van EZK goed ingepast worden in het bredere klimaatbeleid. Zo worden ook de zorgopgaves als gevolg van vergrijzing breed gedragen in de sector. De kwantificering van doelen is in deze context al gemeengoed. De duurzaamheidsambities in de landbouw daarentegen zijn verre van helder, wellicht door de aanzienlijke maatschappelijke tegenstellingen en de jaren van politieke veronachtzaming van stikstofuitstoot en mestoverschot. Ook in het veiligheidsbeleid ontbreekt er vooralsnog een overkoepelende visie met concrete doelen. Een complicerende factor zou verder kunnen zijn dat de innovatiemissies omtrent veiligheid raken aan vier ministeries (Buitenlandse Zaken, Defensie, EZK, J&V) en dat een ‘innovatie-ecosysteem’ nog grotendeels ontbreekt.

**‘Missiegedreven’ is nog geen missiebeleid**

Hoewel er in het beleid opnieuw aandacht is voor missies is het ‘missiegedreven topsectoren- en innovatiebeleid’ in zijn huidige vorm onvoldoende om de maatschappelijke uitdagingen het hoofd te kunnen bieden (Janssen, 2020). In de ideale situatie zouden vakdepartementen een grotere rol spelen in zowel het vraaggericht sturen van innovatie-inspanningen als het opzetten van een vraag-creërend beleidsinstrumentarium. Bij veel missies wordt er nu nog te veel gekeken naar enkel de innovatieregelingen van EZK.

Een ander gebrek is dat de maatschappelijke uitdagingen niet leidend zijn in het huidige innovatiebeleid. Als gevolg daarvan wordt er primair vanuit (veelal technologisch) onderzoek naar oplossingen toegewerkt, en niet vanuit de problemen zelf. De plek van specifiek het ‘missiegedreven topsectoren- en innovatiebeleid’ in het overkoepelende missiebeleid kan versterkt worden door intensiever in te spelen op de vragen in de verspreidingsfase van

innovatie, en door minder van een aanbodgestuurde programmering uit te gaan.

Daarnaast schort het ook aan de mate waarin het ‘missiegedreven topsectoren- en innovatiebeleid’ niet-onderzoeksgebaseerde vernieuwing betreft. Daarvoor kan men gebruikmaken van eerdere leerervaringen uit de structuren waarin bedrijfsleven, kennisinstellingen en overheid samenwerkten aan agenda’s op het vlak van onderzoek, onderwijs en exportbevordering. In het huidige beleid worden deze netwerken ingeschakeld om bij te dragen aan oplossingen voor maatschappelijke vraagstukken (Janssen et al., 2019). Dit is consistent met de complexiteit van maatschappelijke uitdagingen, maar het gevaar is wel dat de oplossingen voor deze uitdagingen alleen komen uit de hoek van een topsector waarin de Nederlandse grootbedrijven domineren. Radicalere oplossingen die niet aansluiten bij de bestaande kerncompetenties van bedrijven, raken dan al snel buiten beeld (Frenken en Hekkert, 2017).

Door het zwaartepunt van missiebeleid meer bij vakdepartementen te leggen kan dit meer actoren en instrumenten betrekken bij inspanningen om de geprioriteerde doelen te halen. Burgerinitiatieven, professionals, start-ups en lagere overheden krijgen dan wellicht ook een prominentere plek. Hiermee kan er meer energie en denkracht aangeboord worden, en tegelijkertijd neemt met de betrokkenheid van meer actoren ook het politieke draagvlak voor de noodzakelijke transitie toe, en daarmee (hopelijk) de slagkracht (zie Janssen et al. (2021)).

Door missies inclusiever te maken komen ook beleidsinstrumenten aan de orde die de traditionele innovatiesubsidies voor bedrijven en universiteiten complementeren. De complexiteit van maatschappelijke uitdagingen suggereert dat er een mix van instrumenten nodig is voor het slagen van de missies. Het huidige klimaatbeleid kan hier als voorbeeld dienen (kader 1).

Om het ‘missiegedreven topsectoren- en innovatiebeleid’ aan te kunnen vullen met volwaardig missiebeleid is het zaak dat vakdepartementen (en andere partners) intensiever mee gaan doen. Dit vereist dat ze, op grond van gemeenschappelijke belangen, hun middelen combineren en complementaire rollen aannemen. EZK kan bijvoorbeeld innovatieregelingen zoals de PPS-toeslag ten goede laten komen aan een bredere set van kennisinstellingen, of ook de bijdrage van publieke organisaties kunnen meetellen bij het toekennen van de toeslag. Andersom dienen vakdepartementen verder te gaan dan het inbrengen van innovatiemiddelen, die in de praktijk ingezet worden bij inspanningen die nauwelijks samenhangen met de collectieve agenda’s voor het behalen van missiedoelen.

## Tot besluit

De recente keuze om het innovatiebeleid explicieter ten dienste te stellen van het oplossen van maatschappelijke uitdagingen past binnen de huidige tijdgeest, waarbij de richting van innovatie-inspanningen steeds meer aandacht krijgt. Daarmee lijkt het niet terecht om enkel EZK verantwoordelijk te houden voor het behalen van de missies, of om op voorhand met kritiek te komen dat het bijbehorende innovatiebeleids-instrumentarium nauwelijks is aangepast en dus ontoereikend is. Immers, afgezien van bin-

## Klimaatbeleid als voorbeeld van missiebeleid

KADER 1

De Nederlandse aanpak voor het behalen van klimaatdoelen bevat relatief veel missiebeleidskenmerken. Dit begint bij het punt dat de doelen uitgewerkt zijn in het klimaatakkoord, dat is opgesteld via onderhandelingen tussen een breed spectrum van maatschappelijke partijen. Het behalen van de afgesproken doelstellingen is primair afhankelijk van het klimaatbeleid (inclusief een veelheid aan op- en afschalende maatregelen), terwijl het ‘missiegedreven topsectoren- en innovatiebeleid’ slechts dient om innovaties uit te werken tot geschikte oplossingen. Samen dienen deze twee sporen te leiden tot nieuwe technologie, praktijken en gedrag die een probleem bij de kern aanpakken en structureel kunnen oplossen. In die zin is het missiebeleid hier eigenlijk geen onderdeel van het ‘missiegedreven topsectoren- en innovatiebeleid’, maar eerder andersom. In ons schema in figuur 1 hebben we het missiebeleid voor klimaat rechtsboven ingedeeld, aangezien het is

gericht op het opschalen (verspreiding) van oplossingen en het creëren van een vraag naar deze oplossingen. De Stimuleringsregeling Duurzame Energieproductie (SDE++) is een typisch instrument om verspreiding te stimuleren, en daarmee de klimaatdoelen binnen bereik te krijgen. De afstemming tussen het creëren van nieuwe technologie via het ‘missiegedreven topsectoren- en innovatiebeleid’ en het creëren van de markt via SDE++ kan nog wel worden geoptimaliseerd. Momenteel richt de SDE++ zich er vooral op om tegen zo laag mogelijke kosten een maximale duurzame-energieverspreiding te realiseren. De SDE++ is minder ingericht op het creëren van een eerste markt voor nieuwe technologie volgend uit het ‘missiegedreven topsectoren- en innovatiebeleid’. Door deze koppeling expliciet te maken kan de ‘valley of death’ voor veel nieuwe technologieën verkleind worden, wat een enorme boost zou geven aan het Nederlandse innovatiepotentieel.

nen het klimaat-domein zijn vooral andere departementen in de positie om een maatschappelijk doel te stellen en dit onder meer met behulp van innovatie na te streven.

Het zou helpen als het nieuwe kabinet het Missiebeleid (en niet slechts het ‘missiegedreven topsectoren- en innovatiebeleid’) centraal stelt bij het oplossen van maatschappelijke problemen, om zo ook de andere vakdepartementen volwaardig in het zadel te zetten. De huidige opzet creëert een risico dat die departementen zich achter het ‘missiegedreven topsectoren- en innovatiebeleid’ gaan verschuilen, zonder zelf verantwoordelijkheid te nemen voor de toepassing van innovatieve oplossingen. Als de vakdepartementen werkelijk de handschoen oppakken om vanuit de problemen zelf verspreiding en opschaling aan te jagen, dan kan het paradoxaal genoeg strategisch zijn als EZK zich op termijn weer gaat richten op het creëren van variëteit in oplossingsrichtingen. Dit verdient de voorkeur boven het eigenstandig selecteren en opwerken van slechts een subset aan oplossingen – mits de bewerkstelligde variëteit niet innovaties omvat die direct tegen maatschappelijke doelen ingaan.

## Literatuur

- Frenken, K. en M. Hekkert (2017) *Innovatiebeleid in tijden van maatschappelijke uitdagingen*. Artikel op [www.mejudice.nl](http://www.mejudice.nl), 11 april.
- Janssen, M. (2020) *Post-commencement analysis of the Dutch ‘Mission-oriented Topsector and Innovation Policy’ strategy*. Rapport Mission-Oriented Innovation Policy Observatory, 9 november. Te vinden op [www.uu.nl](http://www.uu.nl).
- Janssen, M., M. Hekkert en K. Frenken (2019) *Missiegedreven innovatiebeleid: twee vliegen in één klap?* Artikel op [www.mejudice.nl](http://www.mejudice.nl), 25 september.
- Janssen, M., J.C.L. Torrens, J. Wesseling en I. Wanzenböck (2021) *The promises and premises of mission-oriented innovation policy: a reflection and ways forward*. *Science and Public Policy*, 14 juni, artikelnr scaa072.
- Mazzucato, M. (2018) *Mission-oriented innovation policies: challenges and opportunities*. *Industrial and Corporate Change*, 27(5), 803–815.
- Topsectoren (2021) *Missies voor de toekomst*. Tekst te vinden op [www.topsectoren.nl](http://www.topsectoren.nl).
- Velzing, E.-J. (2013) *Innovatiepolitiek: een reconstructie van het innovatiebeleid van het ministerie van Economische Zaken van 1976 tot en met 2010*. Utrecht: Eburon.

# Complexe publiek-private risicokapitaalmarkt vraagt om bezinning

Vanuit de overtuiging dat risicokapitaal een belangrijke financieringsvorm is voor innovatieve en snelgroeiende bedrijven, hebben publieke partijen zich de afgelopen jaren meer gemengd in de Nederlandse risicokapitaalmarkt. De veelheid aan nationale en regionale regelingen en fondsen doet de vraag rijzen wie er in Nederland eigenlijk over het risicokapitaal gaat.

## IN HET KORT

- Een financieel stroommodel toont de verwevenheid van publieke en private geldstromen voor risicokapitaal.
- Ongeveer een vijfde van het risicokapitaal is afkomstig uit publieke middelen.
- De complexiteit en verwevenheid roepen vragen op over de functie en doelmatigheid van publiek risicokapitaal in Nederland.

## CHRIS EVELEENS

Onderzoeker en raadsmedewerker bij de Adviesraad voor Wetenschap, Technologie en Innovatie

## JAN JACOB VOGELAAR

Onderzoeker aan de Universiteit Utrecht en adviseur strategie bij Innovation-Quarter

Voor de financiering van innovatieve en snelgroeiende bedrijven (*ventures*) is risicodragend kapitaal nodig. Risicokapitaal (*venture capital*) is geld dat verstrekt wordt door professioneel gemanagede investeringsfondsen in ruil voor aandelen (Gompers en Lerner, 2001). De rol van overheden in de markt voor risicokapitaal is de afgelopen decennia groter geworden (Colombo et al., 2016; Lerner, 2002). Ook in Nederland is dit het geval, zo blijkt uit data van de Nederlandse Vereniging voor Participatiemaatschappijen (NVP). De aankondiging van enkele nieuwe fondsen, zoals het Dutch Future Fund en het Deeptech fonds, zijn recente voorbeelden.

Deze grotere overheidsrol wordt verantwoord via de logica om *funding gaps* op te lossen die ontstaan als gevolg van marktimperfecties (Martin et al., 2005). Door het weglekken van kennis kunnen investeerders namelijk niet altijd hun investeringen terugverdienen (*spill-over-effect*), en stellen ze zich voorzichtig op (CPB, 2016; Dubovik en Steegmans, 2017). Ook de asymmetrische informatiepositie van de investeerder (weinig) en de venture (veel) kan een tekort aan financiering veroorzaken (Lerner, 2002). Deze problemen komen vaker voor in specifieke groeifases (bijvoorbeeld de *valley of death*), sectoren of locaties.

Het overheidsbeleid richt zich op het vergroten van de toegang tot en beschikbaarheid van risicokapitaal en kent

verschillende vormen (Alperovych et al., 2018). Zo kunnen overheidspartijen direct investeren in innovatieve bedrijven. Dit is bijvoorbeeld wat regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's) en het recent gestarte Invest-NL doen. Maar ook via indirect beleid stimuleert de overheid de beschikbaarheid van risicokapitaal. De Nederlandse overheid doet dit bijvoorbeeld met de *Seed Capital*-regeling (lening) en de *Groeifaciliteit* (garantie). Deze instrumenten zijn indirecter omdat ze de verstrekkers van risicokapitaal stimuleren, die op hun beurt weer in de ventures investeren. Belastingvoordelen, bijvoorbeeld gericht op vermogende particulieren, zijn een ander indirect instrument om de hoeveelheid risicokapitaal te vergroten.

Een enkele venture kan bewust of onbewust gecombineerd gebruikmaken van verschillende beleidsinstrumenten. Bijgevolg ontstaat er een complexe en lastig te ontwarren kluwen van geldstromen, en wordt het steeds ondoorzichtiger hoe publiek geld wordt besteed en wat dit oplevert (Algemene Rekenkamer, 2019). De evaluaties van de verschillende regelingen vinden doorgaans afzonderlijk plaats, en zelfs wanneer er enkele gezamenlijk worden geëvalueerd, gaan de conclusies voor het overgrote deel over specifieke regelingen (Bax et al., 2018). Hoewel een gedifferentieerde beleidsmix flexibiliteit kan bieden, leidt het er ook toe dat de onderlinge samenhang en effectiviteit moeilijk gecontroleerd of verbeterd kan worden.

In dit artikel pakken we deze groeiende ondoorzichtigheid aan door inzicht te geven in hoe publieke en private middelen – via beleidsinstrumenten, investeerders en fondsen – uiteindelijk bijdragen aan de financiering van ventures. Dat doen we door eerst de risicokapitaalstromen conceptueel te ontwarren, vervolgens door ze te kwantificeren met behulp van openbare cijfers, en tot slot door ze in een stroommodel te visualiseren. Ook duiken we in detail in de financiering van één venture (kader 1).

## Geldstromen in beeld

Om de veelheid aan bronnen en stromen voor risicokapitaal te ordenen, onderscheiden we in tabel 1 vier verschillende 'lagen' waarlangs het geld bij de ventures terecht komt. We focussen op geld dat naar Nederlandse ventures stroomt.

Op basis van openbare informatiebronnen hebben we vervolgens een inventarisatie gemaakt van hoe de financieringsstromen lopen van de bronnen – via de beleidsinstru-





menten, investeerders en fondsen – naar de ventures toe. Een tabel die voor de periode 2015–2019 per stroom de oorsprong, de bestemming en de omvang aangeeft, is opgenomen in de online-bijlage bij dit artikel.

Deze tabel is vervolgens samengevat in het stroommodel van figuur 1. De vier lagen uit tabel 1 en de categorieën daarbinnen zijn de blokken in de figuur. De geldstromen zijn gevisualiseerd als pijlen. Het bedrag naast de pijl geeft de omvang van de financieringsstroom weer. Als het bedrag niet te achterhalen is, is dit weergegeven met een dunne stippellijn. De omvang van de geldstromen is waar mogelijk bepaald aan de hand van openbare cijfers en aangevuld met onderbouwde schattingen. In sommige gevallen is wel bekend hoeveel er precies is geïnvesteerd, maar niet precies van wie de geldstromen komen. Bij Invest-NL valt op dat de omvang van de geldstroom naar publieke fondsen 0 euro is. Dit komt omdat Invest-NL in de onderzochte periode nog geen investeringen had gedaan.

### Het Nederlandse risicokapitaallandschap

Het stroommodel laat tenminste drie bijzonderheden zien: er is een complex web van geldstromen ontstaan ten behoeve van risicokapitaal, waarin publieke en private bronnen gemengd raken; er worden ongeveer vier keer zoveel private middelen als publieke middelen geïnvesteerd; en het publiek gefinancierde deel van het risicokapitaal heeft een sterk regionale focus.

## Overzicht bronnen, beleidsinstrumenten, investeerders en fondsen

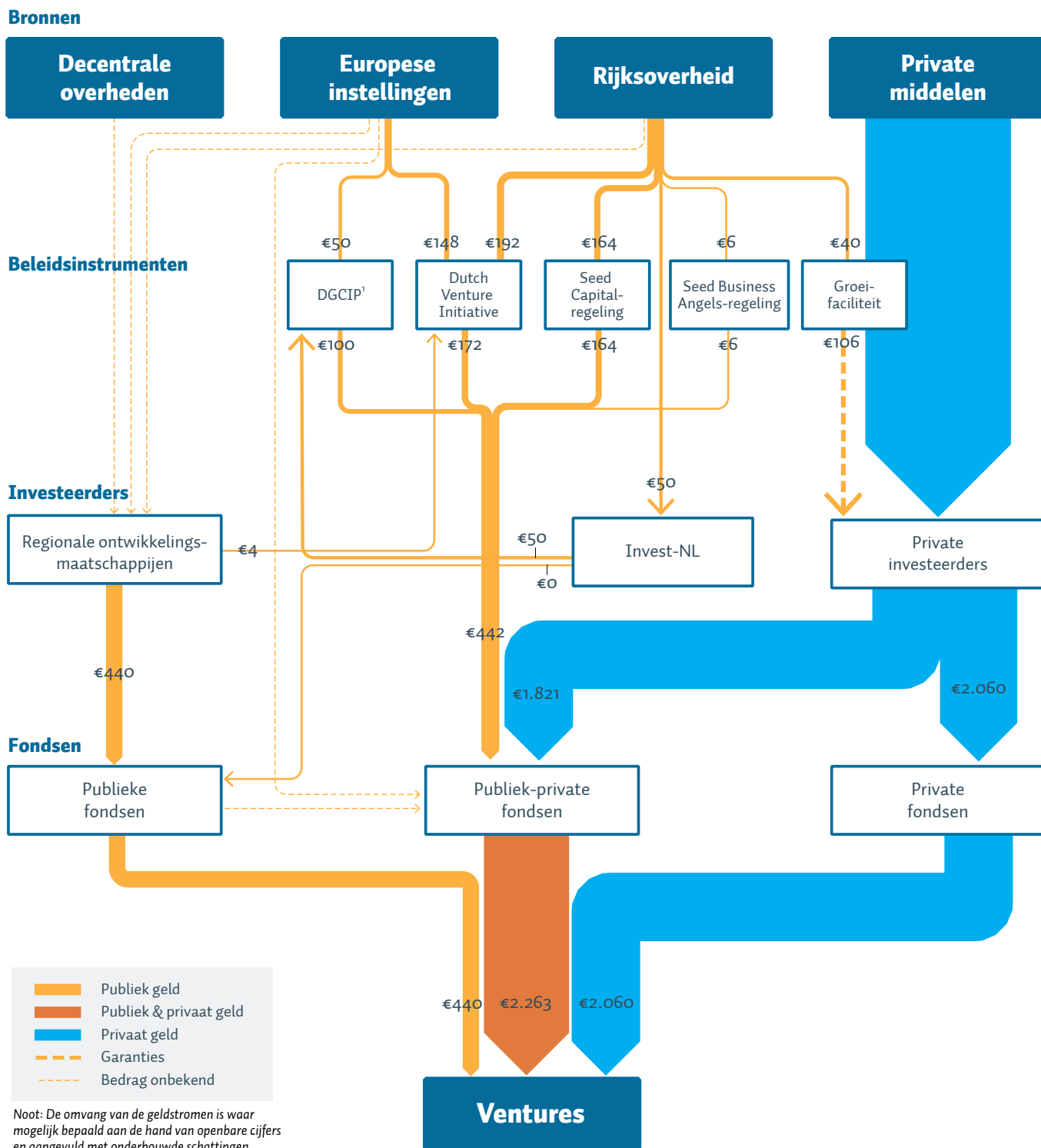
TABEL 1

Laag	
Bronnen	Decentrale overheden
	Rijksoverheid
Beleidsinstrumenten	Europese instellingen
	Private middelen, bijvoorbeeld van vermogensbeheerders, pensioenfondsen en vermogende particulieren
Investeerders	Groefaciliteit, een garantie aan banken en investeerders op leningen aan en investeringen in ventures
	Seed Capital-regeling, een lening voor het financieren van private investeringsfondsen
	Seed Business Angel-regeling, een lening voor het financieren van private investeringsfondsen
	Dutch Venture Initiative (DVI), een fondsenfonds dat mee-investeert in private fondsen
Fondsen	Dutch Growth Co-Investment Programme (DGCIP) co-financier in investeringen
	Regionale ontwikkelingsmaatschappijen (ROM's)
	Invest-NL
Fondsen	Private investeerders, bijvoorbeeld investeringshuis of business angel
	Publieke fondsen: publiek gefinancierde fondsen in publiek beheer, zoals de eigen fondsen van de ROM's en Invest-NL, en de fondsen van regionale overheden die worden beheerd door de ROM's. Publieke fondsen die zich voornamelijk op projectfinanciering richten (waaronder verschillende energiefondsen), laten we buiten beschouwing.
	Publiek-private fondsen: publiek-privaat gefinancierde fondsen in privaat beheer (zoals fondsen die gebruikmaken van het DVI of de Seed Capital-regeling)
	Private fondsen: privaat gefinancierde fondsen in privaat beheer

ESB

Geldstromen voor risicokapitaal in Nederland in miljoenen euro, 2014–2019

FIGUUR 1



Ontwerp: Kate Snow Design | ESB

**Complexiteit**

Een risico van de veelheid aan regelingen en fondsen is dat het de evaluaties bemoeilijkt van de doelmatigheid en doeltreffendheid van specifieke overheidsinstrumenten (Karlson et al., 2021). Zo wordt dikwijls beargumenteerd dat, als een beleidsinstrument private cofinanciering vereist van minstens de helft van de investering, het beleidsinstrument de private markt voor dat bedrag heeft ‘aangewak-

kerd’. Maar als de private middelen deels publiek geleend zijn of gegarandeerd worden, is het instrument in werkelijkheid minder effectief dan beweerd.

De veelheid aan regelingen en fondsen is evolutionair gegroeid, maar het stroommodel doet de vraag rijzen: is dit inderdaad de meest doelmatige manier om het te organiseren: is de financiering fijnmazig of versnipperd; flexibel of vertroebeld? Bovendien is het de vraag hoe wenselijk

die verscheidenheid is vanuit het oogpunt van ondernemers. Leidt het tot maatwerk, of zien ondernemers door de bomen het bos niet meer?

### Hoeveelheid publieke en private middelen

Uit onze analyse blijkt ook dat het verschaffen van risicokapitaal zeker niet alleen, zoals het soms wordt voorgesteld, een aangelegenheid is van de markt. Circa één miljard euro van het verstrekte risicokapitaal in de periode 2015–2019 betrof publieke middelen. Dat is ongeveer een vijfde van het risicokapitaal. Hoewel de oorsprong van het merendeel van het risicokapitaal privaat was, roepen de cijfers de vraag op of de huidige publieke financiering (te) veel of (te) weinig is. Overigens maakt de analyse geen onderscheid tussen venture- en groeifinanciering. Zou dat onderscheid wel worden gemaakt, dan zou de balans voor de vroege – veelal meer risicovolle – fase verschuiven naar publieke middelen.

Het stroommodel toont verder aan dat het merendeel van de publieke middelen voor risicokapitaal in Nederland uiteindelijk privaat wordt geïnvesteerd via publiek-private fondsen. Dit roept de vraag op wat het doel is van publiek geld bij risicodragende investeringen in bedrijven. Is het 'slechts' het oplossen van marktperfectionen door het beschikbaar stellen van risicokapitaal en het aanwakken van privaat kapitaal, of is het ook de bedoeling om fundamenteel andere bedrijven te financieren, bijvoorbeeld op het gebied van innovatie-missies en maatschappelijke transities?

Een lezing kan zijn dat de publieke sector zich te veel op marktgebied beweegt: investeren. Een andere lezing, in lijn met het argument van Mazzucato (2013), kan zijn dat aangezien het gros van het publieke geld uiteindelijk volgens private logica wordt geïnvesteerd vanuit publiek-private fondsen, de Nederlandse overheid te weinig invloed heeft op de innovatierichting in Nederland. Bovendien werken bij publieke financiers grotendeels mensen met een private-investeringsachtergrond.

### Regionale focus

De investeringen in ventures vanuit volledig publieke fondsen, komen met name voor rekening van de regionale ontwikkelingsmaatschappijen en hebben dus een aanmerkelijke regionale focus. Daarbij dient opgemerkt te worden dat dit met de komst van Invest-NL waarschijnlijk zal veranderen.

De vraag is of die regionale focus wenselijk is. Aan de ene kant weten we uit onderzoek dat investeerders geografische nabijheid prefereren, omdat dat bevorderlijk kan zijn bij het minimaliseren van de informatie-asymmetrie (Mason, 2007). Aan de andere kant weten we dat bedrijven, met name wanneer ze gaan groeien, zich weinig aantrekken van regiogrenzen.

### Bezinning

Wij hebben geen pasklare antwoorden op de bovenstaande vragen over het Nederlandse risicokapitaallandschap. Maar dat een bezinning op de functie, rol, hoeveelheid en doelmatigheid van het publieke risicokapitaal wenselijk is, staat wat ons betreft buiten kijf. Die bezinning moet recht

## Casus SendCloud

KADER 1

De casus van *SendCloud* toont de complexiteit van de financiering van een snelgroeiend bedrijf. Voor de financiering van groei heeft het bedrijf financiering ontvangen van verschillende publieke en private investeerders, waarvan een deel weer gebruikmaakte van publieke beleidsinstrumenten. Daarmee is de casus illustratief voor de complexiteit van de Nederlandse risicokapitaalmarkt.

*SendCloud*, opgericht in 2012, richt zich op het automatiseren van het proces van pakketverzending voor de online-detailhandel. Dat doet het bedrijf door verschillende logistieke dienstverleners aan webwinkels te koppelen.

In 2014 nam het bedrijf deel aan *Startupbootcamp* in Amsterdam. Vervolgens ontving *SendCloud* in 2015 een investering van onbekende omvang van *SanomaVentures*, het durfkapitaalfonds van het Finse private mediabedrijf. In 2016 volgde een investeringsronde van twee miljoen euro. Dit werd opgehaald bij de private investeerder *TIIN Capital* en de publieke Brabantse Ontwikkelings Maatschappij (*BOM*). *TIIN Capital* heeft deze investering gedaan vanuit *TIIN Techfund 3*, dat voor vijftig procent gevuld was met een lening via de *Seed Capital*-regeling.

In 2017 haalde *SendCloud* een volgende investering op van vijf miljoen euro. Dit

maal sloot de private investeerder *henQ* zich aan bij *TIIN Capital* en de *BOM*. *henQ* investeerde vanuit *henQ III*, een investeringsfonds met een totale fondsomvang van vijftig miljoen euro, waarvan 12,5 miljoen euro uit het publieke *DVI-I* fondsenfonds (ofwel *fund-of-funds*) kwam, wat weer gefinancierd is door het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat (*EZK*), het Europees Investeringsfonds (*EIF*) en de *BOM*. In 2019 kwam tot slot nog de private Spaanse investeerder *Bonsai Partners* aan boord, die ook deels is gefinancierd vanuit het *EIF*.

Deze, en ook andere casuïstiek die voor dit artikel is onderzocht (zie de online-bijlage), toont aan dat de overheid, naast het stimuleren van risicokapitaal, op andere manieren bijdraagt aan de financiering van ventures, bijvoorbeeld via projectfinanciering, ondersteuning van incubators en met subsidies. Deze andersoortige ondersteuning, die buiten de scope van ons stroommodel valt, maakt het nog complexer om de herkomst van risicokapitaal te achterhalen.

Geraadpleegde bronnen voor het analyseren van de casus: *TIIN Capital*, Totaaloverzicht Seedfondsen van *RVO*, *Silicon Canals*, *Het Financieele Dagblad*, *Dealroom*, *EIF*.

doen aan de geschetste complexiteit. Dit betekent dat ze moet gaan over het geheel aan publieke interventies om de toegang tot risicokapitaal te verbeteren, in plaats van dat het gaat over de aard en omvang van één specifiek publiek fonds of beleidsinstrument.

## Literatuur

- Algemene Rekenkamer (2019) *Zicht op revolverende fondsen van het Rijk*. Rapport Algemene Rekenkamer, 7 april. Te vinden op [www.rekenkamer.nl](http://www.rekenkamer.nl).
- Alperovych, Y., A. Quas en T. Standaert (2018) Direct and indirect government venture capital investments in Europe. *Economics Bulletin*, 38(2), 1219–1230.
- Bax, M., F. Bongers, T. Groot Beumer et al. (2018) *Evaluatie SEED Capital-regeling, Groeifaciliteit & Dutch Venture Initiative*. Rapport te vinden op [www.tweedekamer.nl](http://www.tweedekamer.nl).
- Colombo, M.G., D.J. Cumming en S. Vismara (2016) Governmental venture capital for innovative young firms. *The Journal of Technology Transfer*, 41(1), 10–24.
- CPB (2016) *Kansrijk innovatiebeleid*. Centraal Planbureau Boek, februari.
- Dubovik, A. en J. Steegmans (2017) *The performance of publicly managed venture capital funds*. CPB Discussion Paper, 355.
- Gompers, P. en J. Lerner (2001) The venture capital revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145–168.
- Karlson, N., C. Sandström en K. Wennberg (2021) Bureaucrats or markets in innovation policy? A critique of the entrepreneurial state. *The Review of Austrian Economics*, 34, 81–95.
- Lerner, J. (2002) When bureaucrats meet entrepreneurs: the design of effective 'public venture capital' programmes. *The Economic Journal*, 112(477), F73–F84.
- Martin, R., C. Berndt, B. Klagge en P. Sunley (2005) Spatial proximity effects and regional equity gaps in the venture capital market: evidence from Germany and the United Kingdom. *Environment and Planning A*, 37(7), 1207–1231.
- Mason, C. (2007) Venture capital: a geographical perspective. In: H. Landström en S.K. Johnson (red.), *Handbook of research on venture capital*. Cheltenham: Edward Elgar, p. 86–112.
- Mazzucato, M. (2013) *The entrepreneurial state: debunking public vs. private sector myths*. Londen: Anthem Press.w



# Midden- en kleinbedrijf maakt vaker gebruik van CETA dan grootbedrijf

Het handelsverdrag CETA maakt de kosten van handel met Canada lager voor Nederlandse bedrijven. Toch maken lang niet alle bedrijven gebruik van het verdrag als ze importeren uit Canada. Hoe komt dat?

## IN HET KORT

- Bij zo'n 62 procent van de voor CETA in aanmerking komende importwaarde wordt er gebruikgemaakt van CETA.
- Mogelijke voordelen, zoals kostenbesparingen, wegen zwaarder voor het midden- en kleinbedrijf dan voor het grootbedrijf.
- Mondiale waardeketens kunnen het, vanwege de oorsprongregels, lastig en duur maken om een verdrag te gebruiken.

## LOE FRANSSEN

Onderzoeker bij het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS)

## JANNEKE ROOYAKKERS

Onderzoeker bij het CBS

**T**erwijl het protectionisme internationaal toeneemt, lijken bilaterale handelsverdragen juist aan populariteit te winnen. Met name het Verenigd Koninkrijk maakt hier tegenwoordig veel gebruik van door in de recente periode enkele tientallen bilaterale handelsakkoorden af te sluiten, nu het land niet meer onder de verdragen van de EU valt. Ook de Europese Unie zelf heeft in de laatste jaren een aantal nieuwe bilaterale handelsverdragen afgesloten, met onder andere Zuid-Korea, Canada, Singapore, Vietnam en Japan.

Dergelijke verdragen kunnen de internationale handel vergemakkelijken door handelstarieven te verlagen of geheel weg te nemen, en door niet-tarifaire maatregelen te verwijderen of te stroomlijnen.

De aanwezigheid van een handelsakkoord betekent echter niet dat bedrijven dan ook automatisch gebruik kunnen maken van de voordelen die het biedt. De belangrijkste voorwaarden waaraan moet worden voldaan, zijn de oorsprongregels: de oorsprong van het product moet liggen in een van de landen onder het handelsverdrag, dat wil zeggen dat het product aldaar in zijn geheel is ontstaan, of er moet daar een minimale binnenlandse waarde aan toegevoegd zijn. Dit is om te voorkomen dat producten uit een derde land kunnen worden verhandeld via een van de twee landen van het bilaterale verdrag, en om aldus te kunnen profiteren van de handelspreferenties. Dat brengt echter wel twee problemen met zich mee.

Ten eerste maken dergelijke oorsprongregels het moeilijker voor bedrijven die verweven zijn met mondiale waardeketens om nog gebruik te maken van een bilateraal handelsverdrag (Estevadeordal et al., 2013). Het product is in dat geval bijvoorbeeld ook deels tot stand gekomen buiten die twee landen, onder andere door het gebruik van geïmporteerde intermediaire goederen of diensten.

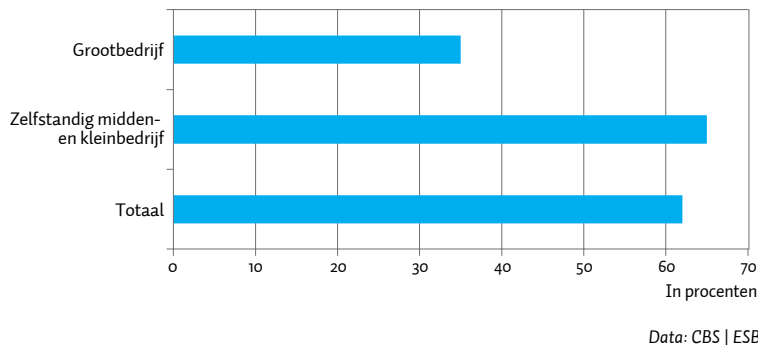
Ten tweede kan het – door de complexiteit van en de grote variatie in oorsprongregels tussen handelsverdragen – lastig en duur zijn om te bewijzen dat er aan de oorsprongregels is voldaan (Dijkstra et al., 2018). Daarbij is de exporteur verantwoordelijk voor het meeleveren van certificaten die dit bewijzen, maar moet de importeur dit vervolgens ook aantonen bij de douane opdat er geen of verlaagde invoerrechten betaald hoeven worden. Dit kan een dermate grote administratieve last voor bedrijven zijn dat ze er daarom vaak van afzien. Bovendien doen bedrijven over het algemeen zelf de douaneaangifte, waardoor er een risico is op fouten en de daarbij behorende financiële gevolgen zoals naheffingen (Ecorys, 2018).

Een treffend voorbeeld is CETA, het handelsakkoord met Canada, dat sinds september 2017 voorlopig in werking is en dat importtarieven schrapt voor zo'n 98 procent van de handel met Canada. Nederlandse importeurs hebben, in de 2,5 jaar die volgden, zo'n dertig miljoen aan mogelijke tarifaire kostenbesparingen links laten liggen (Franssen en Rooyakkers, 2020). Met nieuwe data van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) kunnen we de verschillen weergeven in het gebruik van CETA tussen sectoren en bedrijven van uiteenlopende categorieën van grootte. Daarmee is het CBS het eerste instituut binnen de EU dat deze cijfers per grootteklasse vermeldt. De analyse geeft ook inzicht in de belangrijkste determinanten van het gebruik van het handelsverdrag door de Nederlandse importeur.

We kijken specifiek naar importeurs om drie redenen. Ten eerste is het de importeur die in de praktijk bij de douane de preferentiële tarieven moet aanvragen. Ten tweede laten Van den Berg et al. (2020) zien dat de kosten van Europese importtarieven doorgaans volledig voor rekening komen van de Nederlandse importeur, en niet van de buitenlandse verkoper. De importeur heeft dus een sterk motief om gebruik te maken van handelsverdragen, en bovendien ligt de verantwoordelijkheid om toepassing van preferentiële tarieven aan te vragen bij die importeur. Een

## Gebruikspercentage bij de import uit Canada naar type bedrijf (2019)

FIGUUR 1



## Effect van mogelijke tarifaire kostenbesparingen op gebruik van CETA, per bedrijfsklasse

TABEL 1

	Probit	Fixed effects-model
Log(tarifaire kostenbesparing + 1) × niet-zmkb	0,098**	0,024***
Log(tarifaire kostenbesparing + 1) × zmkb	0,177***	0,053***
Observaties	21.260	21.260

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

Noot: Model (1) schat een probit en controleert voor niet-geobserveerde verschillen tussen productgroepen. Model (2) schat een linear fixed effects-model, waarbij het controleert voor niet-geobserveerde verschillen tussen individuele producten. Deze resultaten zijn robuust voor de toevoeging van fixed effects op bedrijfsniveau. Standaardfouten worden geclusterd op tiencilijferig productniveau.

Data: CBS | ESB

derde reden is de databeschikbaarheid. De douane registreert preferentiegebruik alleen voor de import. Om te kijken naar preferentiegebruik bij Nederlandse export zouden er data van de douane in andere landen nodig zijn, en deze zijn op dit detailniveau voor ons niet beschikbaar.

### Gebruik van CETA bij handel met Canada

In 2019 werd bij 62 procent van de import uit Canada gebruikgemaakt van de preferentiële handelstarieven van het handelsverdrag (Franssen en Rooyakkers, 2020). Het gaat daarbij alleen om die goederen die in aanmerking komen voor het preferentiële tarief, en die zonder vrijhandelsverdrag onder hogere (Most Favoured Nation-)tarieven zouden vallen. Voor de export naar Canada was het gebruikspercentage in ditzelfde jaar vijftig procent.

Het gebruikspercentage varieert sterk tussen sectoren. In de industrie is het gebruikspercentage slechts 15 procent. De groothandel – samen met de industrie verantwoordelijk voor het grootste deel van de goederenimport uit Canada – heeft een gebruikspercentage van 49 procent. Opvallend is het hoge gebruikspercentage van bedrijven in de zakelijke dienstverlening – Nederlandse bedrijven in deze sector importeerden in 2019 circa negentig procent van de goederen die hiervoor in aanmerking komen onder CETA.

### Verklaringen voor onvolledig gebruik CETA

Er zijn verschillende redenen te bedenken waarom het gebruikspercentage niet altijd honderd procent is. In het geval van CETA moet natuurlijk opgemerkt worden dat dit nog een erg recent verdrag is, en dat het altijd wat tijd kost voor-

dat bedrijven op de hoogte zijn van de mogelijkheden en deze ook gaan toepassen (Lukaszuk en Legge, 2019).

Daarnaast zou het lage gebruik in de industrie mogelijk verklaard kunnen worden doordat de producten in deze sector relatief vaker tot stand komen via geografisch versnipperde productieprocessen, waarbij het moeilijk is om te voldoen aan oorsprongsregels.

Een andere verklaring zijn de hoge administratieve lasten die het gebruik van handelsverdragen met zich kan meebrengen, waardoor het voor bedrijven afbreuk doet aan de mogelijke voordelen. Die voordelen hangen af van de preferentiële marge (het tarifaire voordeel dat er door het verdrag behaald kan worden) en het handelsvolume (Hayakawa et al., 2014; Keck en Lendle, 2012).

In het geval van CETA lijkt de preferentiële marge geen grote rol te spelen: het verschil tussen het preferentiële tarief en het algemene tarief dat geldt voor internationale handel (Most Favoured Nation-tarief) is gemiddeld vijf procent – zowel bij de transacties waar er wél, als bij de transacties waar er géén gebruikgemaakt wordt van het verdrag.

Importvolume lijkt een grotere factor, aangezien transacties die onder CETA geïmporteerd zijn (50.000 euro) gemiddeld veel groter zijn dan de transacties onder MFN-voorwaarden (15.000 euro). De mogelijke kostenbesparingen zijn hierdoor dan ook een stuk hoger bij de CETA-transacties dan bij de transacties onder MFN-voorwaarden.

### Midden- en kleinbedrijf benut CETA vaker

Omwille van de hoge lasten die gepaard gaan met het preferentiegebruik en het belang van een groot handelsvolume wordt er vaak aangenomen dat het midden- en kleinbedrijf minder gebruikmaakt van handelsverdragen dan het grootbedrijf. Daarvoor bestaat echter nauwelijks bewijs, vooral vanwege een gebrek aan data op transactie- en bedrijfsniveau.

In de data die het CBS beschikbaar heeft, is de indeling naar bedrijfsgrootte wel te maken, waarbij het zelfstandig midden- en kleinbedrijf (zmkb) de bedrijven tot 250 werknemers omvat, zonder dat ze onderdeel zijn van een multinational.

Uit deze data blijkt dat het zmkb in 2019 juist relatief meer gebruikmaakte van het handelsverdrag dan het grootbedrijf (figuur 1). Bij de import uit Canada importeert het zmkb zo'n 65 procent van de goederenwaarde die daarvoor onder CETA in aanmerking komt; voor het grootbedrijf is dat maar zo'n 35 procent.

Mogelijke oorzaken voor het grotere gebruik van preferentiegebepalingen door het zmkb kunnen liggen in het feit dat de zmkb-productieprocessen minder verweven zijn in de mondiale waardeketens (Chong et al., 2019), maar ook dat de mogelijke kostenbesparingen voor hen belangrijker zijn dan voor het grootbedrijf. Tot slot zou het kunnen dat handelsverdragen voor veel zmkb'ers het laatste zetje zijn om de nieuwe internationale markten in te stappen.

### Kostenbesparingen spelen een rol

De kostenbesparingen door het gebruik van CETA spelen in ieder geval een grotere rol voor het zelfstandig midden- en kleinbedrijf, zo blijkt uit een nadere analyse van de kans dat een importeur een handelsverdrag zal gebruiken (tabel 1).

We meten tarifaire kostenbesparingen als het product van de preferentiële marge en het importvolume en controleren voor niet-geobserveerde verschillen tussen producten en bedrijven middels *fixed effects* en clusteren de standaardfouten op product niveau (Gulczyński en Nilsson, 2019). Als een robustness check passen we ook een lineair model toe.

De mogelijke besparingen zijn een significant belangrijkere determinant voor het zmkb dan voor het grootbedrijf. Terwijl de literatuur zich dus doorgaans richt op het feit dat de kosten van het gebruik van handelsverdragen kleine bedrijven harder raken, suggereren deze bevindingen dat voor deze bedrijven de mogelijke voordelen ook zwaarder wegen.

Verder onderzoek, waarbij we de mogelijke kostenbesparingen uitsplitsen naar importvolume en preferentiële marge, laat zien dat met name het importvolume en niet zozeer de preferentiële marge van belang is voor het midden- en kleinbedrijf. Dat duidt erop dat er een bepaalde barrière geslecht moet worden alvorens het preferentiegebruik interessant wordt voor deze bedrijven. Dat staat in de literatuur bekend als “de vaste kosten van preferentiegebruik” (Albert en Nilsson, 2016; Gulczyński en Nilsson, 2019). Bedrijven moeten immers investeren in kennis (Kasteng en Tingvall, 2019), maar ook in IT-infrastructuur voordat ze verdragen kunnen gebruiken.

Alleen wanneer de tarifaire kostenbesparingen de investeringen overtreffen, zal een bedrijf de benodigde investering doen. Veel van deze investeringen zijn echter eenmalig, terwijl de opbrengsten van langere duur zullen zijn. Met goede informatieverzorging en financiële ondersteuning kan het gebruik van handelsverdragen mogelijk worden verhoogd.

## Uitdagingen voor toekomstig onderzoek

Terwijl de voorgaande analyse een plausibel beeld schetst van de determinanten van preferentiegebruik, zijn er nog wel enkele factoren die nu nog buiten beschouwing zijn gebleven.

Ten eerste hebben we hier alleen gekeken naar de Nederlandse importeur. De importeur is echter afhankelijk van het feit dat de exporteur de juiste certificaten meelevert. Idealiter zou er gebruikgemaakt kunnen worden van gelinkte microdata van verschillende landen, zodat de rol van de buitenlandse exporteur ook in te schatten is.

Een tweede manier om deze schattingen te verbeteren, heeft te maken met informatie over de mate waarin het geïmporteerde product onderdeel is van mondiale waardeketens, waardoor de oorsprongsregels moeilijk aangetoond kunnen worden. Idealiter observeren we per bedrijf de mate waarin een verhandeld product tot stand gekomen is in de landen die buiten het verdrag vallen.

Tot slot gebruiken we hier slechts één jaar aan data voor dit nog erg jonge handelsverdrag. Een uitgebreidere sample zou niet alleen kunnen zorgen voor externe validering van deze bevinding, maar zou het ook mogelijk maken om te onderzoeken in hoeverre de verschillen tussen verdragen (bijvoorbeeld met betrekking tot de cumulatie of complexiteit van de oorsprongsregels) of bedrijven ertoe doen. Voor wat betreft bedrijvenheterogeniteit zou het met name interessant zijn om te kijken naar de handelservaring van het bedrijf. Dat zou het mogelijk maken om niet alleen de theorie van de vaste kosten verder te onderzoeken, maar

ook te kijken in hoeverre een handelsverdrag een bepalende stimulans kan zijn voor bedrijven om een eerste stap te zetten op de internationale markt.

## Conclusie

De aanwezigheid van een handelsverdrag alleen betekent niet dat bedrijven er dan ook automatisch gebruik van kunnen maken. De Europese Commissie is zich daarvan bewust, getuige de recente benoeming van een *Chief Trade Enforcement Officer* (CTEO), die erop zal toezien dat de handelsverdragen beter gebruikt worden en dat de afspraken erin beter nageleefd worden.

Ook de Brexit zal in dat kader aandacht vereisen. Terwijl er binnen het *Trade and Cooperation Agreement* (TCA) tussen de EU en het VK is afgesproken dat er geen handelstarieven komen, kunnen er wel degelijk tarieven gerekend worden voor producten die buiten de EU en het VK tot stand zijn gekomen. Aangezien bijna de helft van de Nederlandse goederen-export naar het VK uit wederuitvoer bestaat, waarvan een aanzienlijk deel buiten de EU zijn oorsprong heeft, zal het ook daar niet vanzelfsprekend zijn dat bedrijven gebruik kunnen maken van het verdrag.

Als de huidige trend van toenemende bilaterale handelsakkoorden doorzet, is het belangrijk dat beleidsmakers zich niet alleen concentreren op de aanwezigheid van zo'n verdrag. Om de effectiviteit van zo'n verdrag te maximaliseren, moeten de oorsprongsregels zo simpel mogelijk zijn of geharmoniseerd worden met bestaande verdragen. Daarnaast zal de informatie over de voorwaarden en ondersteuning van het gebruik ervan, met name op het gebied van oorsprongsregels, minstens net zo belangrijk zijn.

## Literatuur

- Albert, C. en L. Nilsson (2016) *To use, or not to use (trade preferences) that is the question: estimating the fixed cost thresholds*. Mimeo, European Commission, DG Trade.
- Berg, M. van den, L. Franssen en A. Mounir (2020) Europese importtarieven: wie betaalt de rekening? In: M. Jaarsma en A. Lammertsma (red.), *Internationaliseringsmonitor – Handelsbeleid: tarieven & verdragen, 2020-IV*. Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek, p. 40–59.
- Chong, S., R. Hoekstra, O. Lemmers et al. (2019) The role of small- and medium-sized enterprises in the Dutch economy: an analysis using an extended supply and use table. *Journal of Economic Structures*, 8, article nr 8.
- Dijkstra, T., R. Strik en S. Visser (2018) Complexiteit ondergraaft doel handelsakkoorden. *ESB*, 103(4764), 361–363.
- Ecorys (2018) *Study on the use of trade agreements*. Ecorys Final Report, 22 juni.
- Estevadeordal, A., J. Blyde, J. Harris en C. Volpe (2013) *Global value chains and rules of origin*. ICTSD Paper, december. Te vinden op [e15initiative.org](http://e15initiative.org).
- Franssen, L. en J. Rooyackers (2020) CETA: een lichtpuntje in een wereld van toenemend protectionisme? In: M. Jaarsma en A. Lammertsma (red.), *Internationaliseringsmonitor – Handelsbeleid: tarieven & verdragen, 2020-IV*. Den Haag: Centraal Bureau voor de Statistiek, p. 95–113.
- Gulczyński, M. en L. Nilsson (2019) The use of preferences under the EU–Korea FTA. *Journal of Korea Trade*, 23(5), 66–86.
- Hayakawa, K., H. Kim en H.-H. Lee (2014) Determinants on utilization of the Korea–ASEAN free trade agreement: margin effect, scale effect, and ROO effect. *World Trade Review*, 13(3), 499–515.
- Kasteng, J. en P. Tingvall (2019) *Who uses the EU's free trade agreements? A transaction-level analysis of the EU-South Korea free trade agreement*. Stockholm: Kommerskollegium National Board of Trade Sweden.
- Keck, A. en A. Lendle (2012) *New evidence on preference utilization*. WTO Staff Working Paper, ERSD-2012-12.
- Lukaszuk, P. en S. Legge (2019) *Which factors determine the utilization of preferential tariff rates?* Presentatie op de jaarvergadering van de Verein für Socialpolitik 2019: 30 Jahre Mauerfall – Demokratie und Marktwirtschaft. 15 februari, Leipzig.

# Meer beleidsonzekerheid leidt ook in Nederland tot hoger risico op aandelen

Nederland heeft momenteel een demissionair kabinet en kijkt uit naar verkiezingen in maart, terwijl de ontwikkeling van de COVID-19-crisis onverwacht elke beleidsbeslissing kan beïnvloeden. De beleidsonzekerheid is momenteel dus groot. Wat doet die onzekerheid met de aandelenkoersen?

## IN HET KORT

- Onzekerheid over economisch beleid is groter ten tijde van slechtere economische omstandigheden.
- Economisch-beleidsonzekerheid in Nederland leidt tot een hogere risicopremie en meer volatiliteit voor Nederlandse aandelen.
- Meer beleidsonzekerheid gaat samen met een daling van de huidige koersen en hogere toekomstige rendementen.

## BART FRIJNS

Hoogleraar aan de Open Universiteit (OU)

## FRANK HUBERS

Universitair docent aan de OU

**H**et jaar 2020 is onstuimig geweest. Terwijl een pandemie de wereld op zijn kop zette en leidde tot ongekende, economisch beperkende maatregelen, liepen de Brexit-onderhandelingen vast en vonden er in de Verenigde Staten verkiezingen plaats waarvan de uitslag grote geopolitieke gevolgen zou hebben.

In zulk maatschappelijk 'zwaar weer' is het hoogst onzeker hoe in de toekomst het economisch beleid van de overheid eruit zal gaan zien. Economen weten reeds dat deze beleidsonzekerheid een belangrijke rol kan spelen in de economische groei en ontwikkeling, maar wellicht minder bekend is dat deze onzekerheid ook tot een systematisch risico kan leiden in de aandelenmarkten en dat dit risico erin resulteert dat beleggers hogere rendementen verlangen. In 2013 lieten Pástor en Veronesi dat zien in hun baanbrekende studie met Amerikaanse data.

Gebruikmakend van het theoretische model van Pástor en Veronesi (2013), kijken we in dit artikel naar hoe onzekerheid over economisch beleid de Nederlandse aandelenmarkt beïnvloedt. Als beleidsonzekerheid ook gevolgen heeft voor de Nederlandse aandelenmarkt, dan is dit niet alleen belangrijke informatie voor beleggers en ondernemingen, maar zeker ook voor de overheid (als bron van beleidsonzekerheid) en de media (als communicator van deze onzekerheid). Beslissingen omtrent investeringen, het aantrekken van kapitaal, het proces qua beleidsverandering en de communicatie hierover kunnen met deze kennis verbeterd worden.

## Beleidsonzekerheid en de aandelenmarkten

Om inzicht te krijgen in hoe economisch-beleidsonzekerheid de aandelenkoersen kan beïnvloeden, hebben Pástor en Veronesi (2013) een model ontwikkeld waarin bedrijfsrendementen beïnvloed worden door het heersende overheidsbeleid. Centraal in dit model staat het idee dat een overheid verschillende politieke keuzes heeft aangaande het te voeren beleid. Elke keuze voor een bepaald beleid zal gevolgen hebben die voor investeerders en ondernemers positief of negatief kunnen uitpakken. Dit noemen Pástor en Veronesi het economische risico dat door de keuze voor een bepaald beleid gecreëerd wordt. Echter, er is een tweede vorm van onzekerheid, namelijk die wat betreft het economisch beleid. Het niet weten welk beleid een overheid zal gaan voeren, introduceert een systematisch risico waarvoor aandeelhouders een risicopremie eisen. Deze onzekerheid ontstaat als er veel politieke discussie is over welk beleid er mogelijk in de toekomst gevoerd zal gaan worden. Hierbij kan men bijvoorbeeld denken aan de aanloopperiode naar verkiezingen toe. Het is deze tweede vorm van onzekerheid waarop wij ons in dit artikel op richten.

Op basis van hun theoretische model formuleren Pástor en Veronesi (2013) een drietal toetsbare voorspellingen – die zij ook empirisch toetsen aan Amerikaanse data. Ten eerste stellen Pástor en Veronesi dat beleidsonzekerheid hoger zal zijn ten tijde van verslechterde economische omstandigheden. Immers, tijdens de slechtere economische omstandigheden zal er meer onvrede zijn over het huidige economisch beleid, en zal de discussie omtrent alternatieven aanwakkeren. Ten tweede blijkt uit hun model dat economisch-beleidsonzekerheid een systematisch risico is. Een toename in beleidsonzekerheid zal dus gepaard gaan met een toename in het systematische risico, hetgeen zich manifesteert in een toename in de volatiliteit van de aandelenmarkt en een toename in de correlaties tussen aandelen. Ten derde leiden zij van het model af dat het systematische risico dat door de beleidsonzekerheid wordt gecreëerd een risicopremie met zich meebrengt. Hogere beleidsonzekerheid zal dus leiden tot een hoger verwacht aandelenrendement, wat terug te zien is in een negatief effect op de huidige rendementen en een positief effect op toekomstige aandelenkoersen.

## Beleidsonzekerheid en de conjunctuur

De eerste voorspelling van Pástor en Veronesi is dat de onzekerheid aangaande economisch beleid ten tijde van



slechtere economische omstandigheden groter zal zijn. We beginnen onze analyse daarom met het toetsen van de relatie tussen deze beleidsonzekerheid in Nederland en de economische omstandigheden. Hiervoor maken we gebruik van de Nederlandse economisch-beleidszekerheidsindex, EBO-index, ontwikkeld door Kroese et al. (2015). Deze index is geconstrueerd middels een contentanalyse van Nederlandse kranten, waarbij een tekstanalyse is uitgevoerd en gekeken is naar de relatieve frequentie van bepaalde woordel gerelateerd aan 'economisch', 'onzekerheid' en 'beleid'. Dus hoe frequent de media schrijven over beleidsonzekerheid wordt gebruikt als een maatstaf voor de werkelijke onzekerheid. Voor meer details over de constructie van deze index, zie Kroese et al. (2015). De EBO-index wordt maandelijks berekend en beschikbaar gesteld op [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com).

Economische omstandigheden worden gemeten via een 'recessie-dummy' gebaseerd op de definitie van een recessie volgens het Centraal Planbureau (CPB) over de periode maart 2003 – september 2020. Ter verificatie gebruiken we additionele indicatoren zoals die voor het producenten- en consumentenvertrouwen van het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS), en de indicator voor het economisch sentiment van Eurostat. Deze data worden maandelijks verzameld via FactSet.

Figuur 1 laat duidelijk zien dat de beleidsonzekerheid tijdens recessies toeneemt. Zo zien we een verhoogde beleidsonzekerheid in de nasleep van de internetbubbel, verhoogde onzekerheid tijdens de kredietcrisis (2007–2008) en de Europese schulden crisis (eind 2009), en een recente piek in beleidsonzekerheid tijdens de corona-uitbraak.

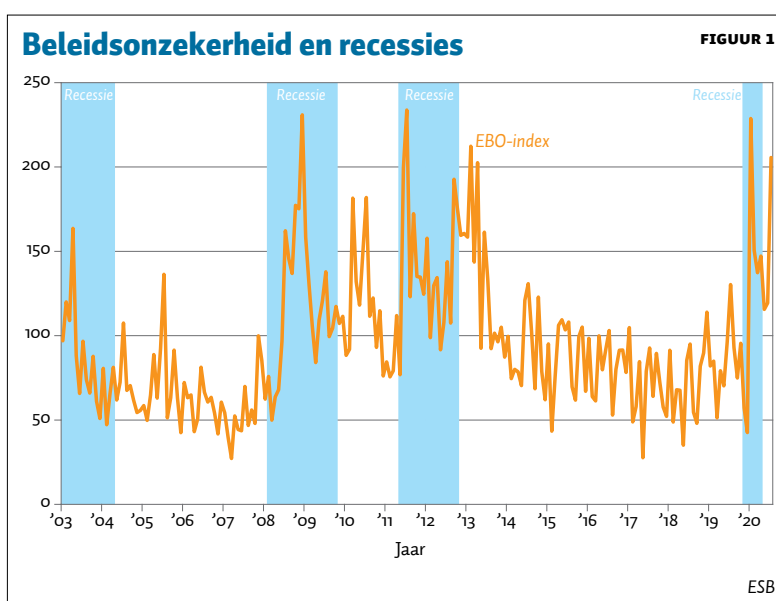
Om de relatie tussen beleidsonzekerheid en economische omstandigheden formeel te toetsen, schatten we een regressie van de EBO-index op een van de maatstaven voor economische omstandigheden. Paneel A van tabel 1 toont de resultaten van deze analyse. Dit paneel laat een positief significante relatie zien tussen beleidsonzekerheid en de dummyvariabele voor de CPB-recessie. Tijdens recessies neemt de beleidsonzekerheid dus toe. Deze relatie wordt bevestigd door de andere alternatieve maatstaven voor economische omstandigheden in de kolommen 2–4: alle drie de maatstaven tonen een significant negatieve relatie aan tussen beleidsonzekerheid en economische omstandigheden.

De eerste voorspelling van Pástor en Veronesi (2013) is dus bevestigd, en geeft aan dat er ten tijde van slechtere economische omstandigheden meer discussie ontstaat over het te voeren economisch beleid.

### Beleidsonzekerheid als systematisch risico

De tweede voorspelling van Pástor en Veronesi (2013) is dat beleidsonzekerheid een systematisch risico is, en dat in tijden waarin de beleidsonzekerheid hoog is, het systematische risico ook hoog zal zijn. Dit hogere systematische risico vertaalt zich in zowel een hogere volatiliteit op de aandelenmarkt als in een toename van de correlaties tussen aandelen.

Om de relatie tussen systematisch risico en beleidsonzekerheid te onderzoeken, schatten we een regressie van het systematische risico op de EBO-index, waarbij dat risico



### De invloed van beleidsonzekerheid op de Nederlandse aandelenmarkt

TABEL 1

#### Paneel A: Beleidsonzekerheid en economische omstandigheden

	Beleidsonzekerheidsindex EBO			
Recessie-dummy	15,97***			
Producentenvertrouwen		-2,07***		
Consumentenvertrouwen			-0,64**	
Economisch sentiment				-1,40***
EBO-maatstaf <sub>t-1</sub>	0,55***	0,39***	0,44***	0,38***
Constante	38,33***	59,75***	49,42***	198,36***
Observaties	210	210	210	210
R <sup>2</sup> (adj)	0,38	0,43	0,42	0,43

#### Paneel B: Beleidsonzekerheid als systematisch risico

	Marktvolatiliteit	Marktcorrelaties
EBO-index	0,05***	0,03**
Recessie	2,56	0,32
Risico <sub>t-1</sub>	0,54***	0,33***
Constante	1,91*	5,33***
Observaties	210	210
R <sup>2</sup> (adj)	0,52	0,16

#### Paneel C: Marktrisicopremie en beleidsonzekerheid

Rendement	huidig	over 3 maanden	over 6 maanden	over 12 maanden
EBO-index	-0,02***	0,06***	0,11**	0,14
Recessie	0,10	-2,62	-3,87	1,24
Constante	2,23***	-3,20	-6,43	-9,24
Observaties	211	211	208	202
R <sup>2</sup> (adj)	0,01	0,06	0,09	0,09

Noot: Alle regressies worden geschat met de robuuste standaardfouten van Newey en West (1987)  
 \*\*/\*\*/\*\*\* Significant op respectievelijk tien-, vijf- en eenprocentniveau

ESB

wordt gemeten met óf de marktvolatiliteit óf de correlaties tussen aandelen. Als maatstaf voor marktvolatiliteit gebruiken we de maandelijks gerealiseerde volatiliteit van de AEX All-Share Index, gebaseerd op de standaarddeviatie van de dagelijkse indexrendementen gedurende die maand. De correlaties tussen aandelenrendementen worden als volgt berekend. Eerst hebben we de dagelijkse rendementen berekend van alle aandelen die onderdeel zijn van de AEX AllShare Index (data uit FactSet). Daarna berekenen we de correlaties tussen alle combinaties van aandelen gedurende een bepaalde maand. We nemen dan de ongewogen gemiddelde correlatie van die maand als maatstaf voor de correlatie tussen aandelen.

Paneel B van tabel 1 toont de regressieresultaten. Voor marktvolatiliteit (linker kolom) zien we een positieve relatie met beleidsonzekerheid (EBO-index). Dit geeft aan dat het systematische risico hoger is ten tijde van een hogere beleidsonzekerheid. Voor marktcorrelaties (rechterkolom) zien we ook een significant positieve relatie. Hoewel de resultaten hier iets zwakker zijn, bevestigen deze dat beleidsonzekerheid leidt tot een hoger systematisch risico. Deze analyse bevestigt de tweede voorspelling van Pástor en Veronesi, wat een interessant resultaat oplevert: de toenemende politieke discussies over het te voeren economisch beleid gaan gepaard met een toename in volatiliteit van, en met minder mogelijkheden voor diversificatie binnen de Nederlandse aandelenmarkt.

### Beleidsonzekerheid leidt tot een risicopremie

Onze derde verwachting is dat dit door beleidsonzekerheid geïnduceerde systematische risico leidt tot een risicopremie. Als beleidsonzekerheid inderdaad bijdraagt aan het systematische risico, dan zouden aandeelhouders hiervoor gecompenseerd willen worden. Dit zou betekenen dat er, met een hogere beleidsonzekerheid, een hoger verwacht rendement gepaard zou gaan. Dit hogere verwachte rendement zal dan ook leiden tot een onmiddellijke koersdaling, want om een hoger rendement in de toekomst te realiseren zal een belegger nu immers minder voor het aandeel willen betalen.

We toetsen het effect op de risicopremie met een regressie, waarbij we het huidige/toekomstige excessieve rendement relateren aan beleidsonzekerheid. Excessief rendement wordt gemeten middels het verschil tussen het rendement op de AEX All-Share Index en de risicovrije rente (driemaands Euro Benchmark Bill). Deze data komen ook weer uit FactSet. We meten toekomstig excessief rendement over de horizonnen van 3, 6 en 12 maanden,  $h = 3, 6, 12$ .

De regressieresultaten zijn gerapporteerd in paneel C van tabel 3. Voor het huidig rendement ( $h = 0$ ) zien we een negatieve relatie met de EBO-index, met andere woorden: de huidige koersen dalen als de beleidsonzekerheid omhoog gaat.

Voor toekomstig rendement zien we positieve relaties met de EBO-index. Deze zijn significant voor een toekomstige periode van drie en zes maanden. Deze positieve relaties geven aan dat Nederlands beleidsonzekerheid een risicopremie draagt die terug te zien is in het toekomstige rendement op Nederlandse aandelen. Dit komt overeen met de theoretische voorspelling: beleidsonzekerheid

is een systematisch risico waarvoor aandeelhouders een risicopremie ontvangen. De resultaten voor de EBO-index geven ook aan dat er enige mate van voorspelkracht zit in beleidsonzekerheid, namelijk de huidige beleidsonzekerheid is positief gerelateerd aan de toekomstige excessieve rendementen.

### Discussie en implicaties

Onze analyse laat zien dat beleidsonzekerheid ook in Nederland gepaard gaat met een hoger systematisch risico en een hoger verwacht rendement op de beurs. Dit kunnen we koppelen aan een aantal recente gebeurtenissen. Hoewel het onduidelijk is wat de verdere gevolgen zullen zijn van de coronacrisis voor de economie, zullen we de gevolgen van de beleidsonzekerheid gaan zien op de aandelenmarkten.

De uitslag van de verkiezingen in de VS en het positieve nieuws rondom de verschillende COVID-19-vaccins zijn recente gebeurtenissen die aangeven hoe de aandelenmarkt reageert wanneer de beleidsonzekerheid afneemt. In beide gevallen is de afname van beleidsonzekerheid gepaard gegaan met een stijging op de aandelenmarkt.

Vooruitkijkend kunnen we op de komende termijn een aantal periodes van beleidsonzekerheid verwachten. De Nederlandse verkiezingen in maart, de precieze effecten van de Brexit en de ontwikkelingen rondom de coronacrisis zullen waarschijnlijk tot een tijdelijke toename van beleidsonzekerheid leiden, die ook het systematische risico en de risicopremie op de Nederlandse beurs zullen beïnvloeden.

De relatie tussen beleidsonzekerheid en financiële markten heeft implicaties voor zowel aandeelhouders, bedrijven en overheid, als wellicht ook voor de media. Voor aandeelhouders is de kennis van die relatie belangrijk omdat deze gevolgen heeft voor het risico en de waarde van de aandelenportefeuille. Ten tijde van veel beleidsonzekerheid zullen deze portefeuilles risicovoller zijn, en zal de waarde dus lager zijn. Het wegvallen van deze beleidsonzekerheid zal, ceteris paribus, juist leiden tot een stijging in waarde en een afname in risico.

Voor bedrijven is deze kennis ook relevant. Het betekent immers dat de kapitaalkosten voor investeringen hoger zullen zijn ten tijde van een hoge beleidsonzekerheid. Kennis van beleidsonzekerheid kan gebruikt worden om het aantrekken van eigen vermogen correct te timen.

En kennis van deze relatie is tot slot ook relevant voor de overheden. Beleidsonzekerheid wordt juist gecreëerd door het handelen van de overheid, en door de politieke discussies daaromheen. De kennis dat deze beleidsonzekerheid financiële gevolgen heeft voor zowel beleggers als ondernemers kan gebruikt worden om beleidsveranderingen die doorgevoerd worden met zo min mogelijk onzekerheid door te voeren.

### Literatuur

- Kroese, L., S. Kok en J. Parlevliet (2015) Beleidsonzekerheid in Nederland. *ESB*, 100(4715), 464–467.
- Newey, W.K. en K.D. West (1987) A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix. *Econometrica*, 55(3), 703–708.
- Pástor, L. en P. Veronesi (2013) Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520–545.

# Coronacrisis tast vertrouwen in financiële instellingen niet aan

Een grote schok zoals de coronacrisis kan het vertrouwen in financiële instellingen schaden. De meest recente vertrouwens-enquête van De Nederlandsche Bank laat zien dat het met het vertrouwen van Nederlanders in de financiële sector nog goed gesteld is. In banken is het vertrouwen het hoogst, in pensioenfondsen het laagst.

## IN HET KORT

- Doorgaans is het vertrouwen in de instellingen waarvan mensen zelf klant zijn groter dan het algemene vertrouwen.
- De financiële geletterdheid van respondenten hangt positief samen met hun vertrouwen in financiële instellingen.
- Het vertrouwen in De Nederlandsche Bank houdt een positief verband met het vertrouwen in financiële instellingen.

**CARIN VAN DER CRUIJSEN**  
Onderzoeker bij De Nederlandsche Bank (DNB)

**JAKOB DE HAAN**  
Hoogleraar aan de Rijksuniversiteit Groningen

**RIA ROERINK**  
Beleidsmedewerker bij DNB

Vertrouwen in de financiële sector is volgens diverse studies procyclisch (voor een overzicht, zie Van der Crujisen et al. (2020)). In economisch goede tijden gaat het vertrouwen omhoog terwijl het in slechte tijden daalt. Crises kunnen leiden tot minder vertrouwen in financiële instellingen. En dit is een effect dat lang kan aanhouden (Osili en Paulson, 2014).

Vertrouwen in financiële instellingen is een voorwaarde voor een goed functionerend financieel systeem, dat op zijn beurt belangrijk is voor de ondersteuning van de reële economie. Een laag vertrouwen heeft potentieel negatieve economische gevolgen, en kan zo de financiële stabiliteit ondermijnen. Een laag vertrouwen kan de animo van consumenten verminderen om financiële producten en diensten af te nemen, of om hun spaargeld onder te brengen bij de financiële sector. Als er hierdoor minder kapitaal beschikbaar komt voor productieve doeleinden, dan schaadt dit de economie. In het ergste geval kan een gebrek aan vertrouwen in de financiële sector zelfs leiden tot bankrups, waardoor er bij banken acute liquiditeitsproblemen ontstaan. Tot slot is vertrouwen van belang voor de continuïteit van financiële instellingen, doordat het bijdraagt aan een loyaal klantenbestand (Van Esterik-Plasmeijer en Van Raaij, 2017).

Het is dus van belang om te weten of de coronacrisis het vertrouwen in financiële instellingen schaadt. De meest recente vertrouwens-enquête van De Nederlandsche Bank (DNB) geeft hier inzicht in. De enquête is uitgezet onder een representatieve steekproef van 3.200 mensen van zestien jaar en ouder, en had een responsratio van 79,4 procent. We hebben respondenten gevraagd naar hun vertrouwen in banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Het vertrouwenscijfer voor banken werd gemeten aan de hand van de vraag: “Hebt u er momenteel vertrouwen in dat de bank(en) waaraan u uw geld hebt toevertrouwd te allen tijde in staat is/zijn dat geld aan u terug te betalen?” Wat betreft verzekeraars hebben we respondenten gevraagd of zij er vertrouwen in hebben dat de eigen verzekeringsmaatschappijen hun contractuele verplichtingen kunnen nakomen. En mensen die deelnemen aan een pensioenfonds vroegen we of ze vertrouwen hebben dat het eigen pensioenfonds te zijner tijd in staat zou zijn om het toegezegde pensioen uit te keren.

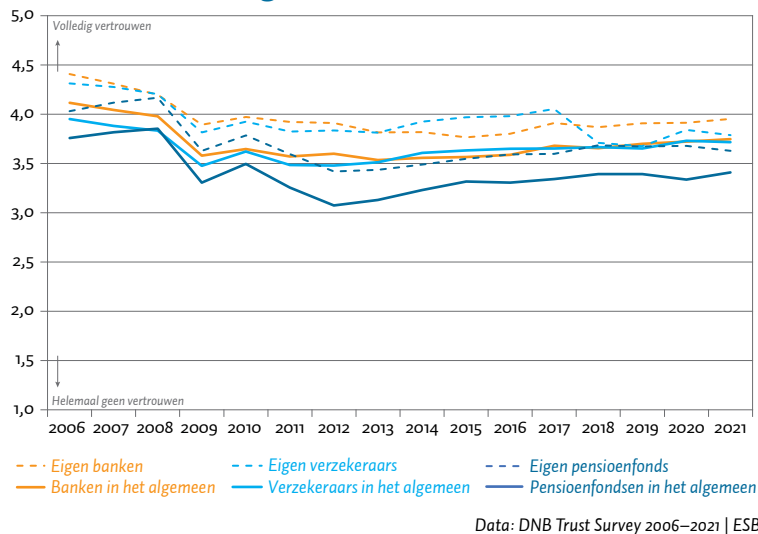
## Vertrouwen in Nederlandse instellingen

Tijdens de coronacrisis is het vertrouwen in financiële instellingen op peil gebleven. Figuur 1 toont het vertrouwen in de verschillende financiële instellingen in Nederland. De figuur laat zien dat het vertrouwen in financiële instellingen nog niet de klap van de financiële crisis van 2008 te boven is. Niettemin zegt 76 procent van de respondenten bij de meest recente enquête overwegend of volledig vertrouwen te hebben in de eigen bank. Ook het vertrouwen in verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen is op peil gebleven. Ruim zeven op de tien ondervraagden hebben vertrouwen in hun verzekeraar, en 63 procent van de ondervraagde deelnemers aan een pensioenfonds heeft vertrouwen in hun pensioenfonds.

Uit de figuur blijkt ook dat het vertrouwen in banken en verzekeraars doorgaans groter is dan dat in pensioenfondsen. Mogelijk speelt daarbij een rol dat huishoudens meer interactie hebben met banken en verzekeraars dan met pensioenfondsen. Ook de depositogarantieregeling kan hierop van invloed zijn, omdat die tegoeden tot 100.000 euro garandeert als een bank haar verplichtingen niet kan nakomen. Onderzoek suggereert dat de aanwezigheid van een dergelijke regeling een positieve invloed heeft op vertrouwen. Osili en Paulson (2014) vinden bijvoorbeeld dat een depositogarantie het vertrouwensverlies tijdens een bankencrisis afzwakt.

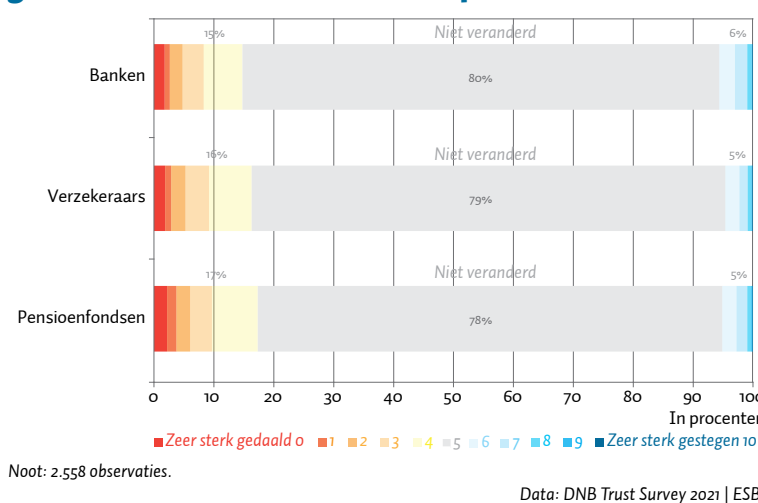
## Het Nederlandse publiek houdt vertrouwen in financiële instellingen

FIGUUR 1



## Vertrouwen in financiële instellingen is grotendeels immuun voor coronapandemie

FIGUUR 2



Doorgaans is het vertrouwen groter in de eigen financiële instellingen van de respondenten dan dat in financiële instellingen in het algemeen. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat klanten hun eigen financiële instelling juist hebben gekozen omdat ze daarin meer vertrouwen hebben dan in de andere instellingen, en ze hun keuze rationaliseren. Een andere verklaring is dat klanten beter bekend en meer vertrouwd zijn met hun eigen financiële instelling dan met andere, omdat zij contact hebben met hun eigen financiële dienstverlener. Persoonlijke ervaringen zijn vaak positief. Daarentegen is het beeld van andere financiële instellingen gebaseerd op mediaberichten, waarbij negatieve incidenten veelal worden uitgelicht (Verhoef en Baake, 2019).

### Invloed coronacrisis

Een grote meerderheid geeft aan dat de coronapandemie het vertrouwen in financiële instellingen niet heeft beïnvloed. Bij de meest recente enquête konden respondenten

op een schaal van 0 tot en met 10 aangeven of hun vertrouwen door de pandemie was veranderd, waarbij 0 betekenende “vertrouwen is zeer sterk gedaald” en 10 “vertrouwen is zeer sterk gestegen”.

Figuur 2 toont de resultaten. Zo'n acht van de tien respondenten gaven aan dat hun vertrouwen in banken, verzekeraars en pensioenfondsen niet was geraakt door de coronapandemie. Vijftien à zeventien procent van de deelnemers aan de enquête meende dat de coronacrisis een negatief effect heeft gehad op hun vertrouwen in banken, verzekeraars en pensioenfondsen, terwijl vijf à zes procent juist inschatte dat het effect positief is geweest.

### Factoren die van invloed zijn op het vertrouwen

Tabel 1 toont schattingen ter verklaring van het vertrouwen van het Nederlandse publiek in banken, verzekeraars en pensioenfondsen. Onze resultaten suggereren dat financiële kennis een positief verband heeft met vertrouwen. De coëfficiënt voor financiële kennis is positief en significant in de modellen voor het vertrouwen in de drie typen van instellingen. Het effect is echter niet zo heel erg groot. Mensen die zichzelf als zeer goed geïnformeerd over financiële zaken beschouwen, hebben drie procentpunt meer kans om banken overwegend te vertrouwen, en ook drie procentpunt meer kans om banken volledig te vertrouwen, dan mensen die denken dat zij niet goed geïnformeerd zijn. In het geval van verzekeringsmaatschappijen zijn deze effecten drie en twee procentpunt, terwijl ze in het geval van pensioenfondsen drie en één procentpunt zijn. Daarnaast hangt het vertrouwen in brede zin samen met demografische variabelen. We vinden dat mannen alle soorten instellingen iets meer vertrouwen dan vrouwen doen.

Ook leeftijd speelt een rol. Mensen van 65 jaar en ouder hebben bijvoorbeeld tien procentpunt meer kans om hun pensioenfondsen overwegend of volledig te vertrouwen dan mensen jonger dan 35 jaar. Het vertrouwen in pensioenfondsen is groter bij mensen met een netto maandelijks huishoudinkomen van meer dan 1.150 euro, dan bij mensen met een lager inkomen. In het geval van banken zijn er ook wat betreft het inkomen enkele positieve effecten, hoewel deze zwakker zijn. We vinden geen significant verband tussen inkomen en vertrouwen in verzekeringsmaatschappijen. Het is opvallend dat mensen met een hbo-diploma of hoger minder vertrouwen hebben in banken dan andere mensen.

De resultaten laten ook een sterk positief verband zien tussen vertrouwen in de toezichthouder en vertrouwen in financiële instellingen. In het geval van banken houdt het effect bijvoorbeeld in dat mensen die veel vertrouwen hebben in DNB, 27 procentpunt meer kans hebben om banken overwegend te vertrouwen en 28 procentpunt meer kans hebben om banken volledig te vertrouwen dan mensen die absoluut geen vertrouwen hebben in DNB. Ons panelmodel kan geen uitsluitel geven of hier sprake is van een causaal verband (meer vertrouwen in DNB leidt tot meer vertrouwen in instellingen) of van een samenhang (er is vertrouwen in het financiële stelsel en dat bepaalt het vertrouwen in zowel de toezichthouder als de instellingen).

Tot slot vinden we dat negatieve crisiservaringen gepaard gaan met minder vertrouwen in banken. Onze

resultaten suggereren dat mensen van wie de bank tijdens de financiële crisis overheidssteun nodig had om te overleven, zeven procentpunt minder kans hebben om banken overwegend of volledig te vertrouwen in het jaar nadat ze van hun bank een bail-out hebben meegemaakt, dan mensen zonder een dergelijke persoonlijke crisiservaring.

### Suggesties voor vergroten van vertrouwen

Diverse studies suggereren dat het gedrag van de financiële instellingen zelf het vertrouwen beïnvloedt. Er is met name onderzoek gedaan naar banken. Van Esterik-Plasmeijer en Van Raaij (2017) vinden dat integriteit een sleutelrol speelt bij vertrouwen in Nederlandse banken. Andere kenmerken van banken die het vertrouwen beïnvloeden zijn klantgerichtheid, competentie en transparantie. Op basis van enquêtegegevens verzameld onder ruim zeshonderd bankiers, concludeert Van Staveren (2018) dat het vertrouwen kan worden verbeterd als banken meer nadruk gaan leggen op relaties en open discussie over ethische dilemma's, en zich minder richten op prestatiedoelen en financiële prikkels.

Jansen et al. (2015) hebben onderzocht in welke mate acht verschillende hypothetische situaties ertoe zouden leiden dat respondenten hun bank niet meer vertrouwden. Hieruit bleek dat mensen zich het meest zorgen maken over de beloning van bestuurders. Vertrouwensverlies is ook relatief groot in het geval van negatieve mediaberichten, dalende aandelenkoersen en ondoorzichtige productinformatie. Vervolgonderzoek, op basis van data uit 2016 en een bijgewerkte set van hypothetische situaties, toont aan dat het vertrouwen het sterkst zou dalen indien er gegevens van de klant zonder toestemming bij derden zouden terechtkomen (Van der Cruijzen, 2020). Dit beeld wordt bevestigd door de uitkomsten van de meest recente DNB-vertrouwensenquête, waarin we negen situaties aan onze respondenten hebben voorgelegd. Op een gedeelde tweede plek staan het verzamelen en analyseren van gegevens over een klant (bijvoorbeeld zoekgedrag op internet) om de klant beter te leren kennen en te kunnen adviseren, en het krijgen van een boete in verband met financieel economische criminaliteit (bijvoorbeeld witwassen of terrorismefinanciering).

### Discussie

De uitkomsten van de meest recente vertrouwensenquête van DNB laten zien dat de coronacrisis niet heeft geleid tot een daling van vertrouwen in Nederlandse financiële instellingen. Om het vertrouwen nog verder te verbeteren zouden DNB en de sector specifieke communicatiemaatregelen kunnen afstemmen op bepaalde groepen met een lager vertrouwensniveau. Hierbij kan er worden gedacht aan communicatie over pensioenfondsen gericht op mensen jonger dan 35 jaar, omdat juist deze groep relatief weinig vertrouwen heeft in pensioenfondsen. Ook zouden toezichthoudende autoriteiten de financiële geletterdheid kunnen verhogen. Ze kunnen bijvoorbeeld bijdragen aan de financiële basiskennis door scholen en het bredere publiek educatieve programma's aan te bieden in aanvulling op *De Week van het Geld*. Belangrijker nog is dat financiële toezichthouders het belang van voldoende financiële basiskennis, waaronder ook elementaire rekenvaardigheden, kunnen onderstrepen in hun rol als beleidsadviseurs.

**Regressieresultaten: vertrouwen in de financiële gezondheid van financiële instellingen, 2006-2019** TABEL 1

	Banken	Verzekeraars	Pensioenfondsen
Financiële kennis	0,14***	0,10***	0,08**
Man	0,20***	0,25***	0,27***
35-44 jaar	-0,06	-0,03	0,19**
45-54 jaar	0,02	-0,19**	0,38***
55-64 jaar	-0,01	-0,34***	0,58***
65 jaar en ouder	-0,08	-0,42***	0,61***
Opleiding: hbo of hoger	-0,19***	-0,08	-0,10
Inkomen: 1.151-1.800 euro	0,26**	0,16	0,48***
Inkomen: 1.801-2.600 euro	0,29**	0,09	0,35***
Inkomen: > 2.600 euro	0,17	0,10	0,29**
Woningeigenaar	-0,00	0,12*	0,08
Partner	0,07	0,09	0,16**
Overheidssteun	-0,42***		
Vertrouwen in toezichthouder	1,30***	0,97***	0,98***
Observaties	23.266	22.128	22.995
Aantal respondenten (N)	5.889	5.697	5.826
Wald $\chi^2$	1371,21***	882,44***	1028,29***

Noot: Random effects ordered logit regressie. De afhankelijke variabelen loopt van 1 (helemaal geen vertrouwen) tot 5 (volledig vertrouwen). Alleen de coëfficiënten van significante variabelen worden getoond. De Wald  $\chi^2$  geeft de verklaringsgraad van het model. De standaardfouten zijn geclusterd op huishoudniveau. \*/\*\*/\*\*\*\* Significant op respectievelijk tien-, vijf- en eenprocentniveau.

Data: DNB Trust Survey 2006-2019 | ESB

### Literatuur

- Cruijzen, C. van der (2020) Payments data: do consumers want banks to keep them in a safe or turn them into gold? *Applied Economics*, 52(6), 609-622.
- Cruijzen, C. van der, J. de Haan en R. Roerink (2020) Trust in financial institutions: a survey. DNB Working Paper, 693.
- Cruijzen, C. van der, J. de Haan en R. Roerink (2021) Financial knowledge and trust in financial institutions. *The Journal of Consumer Affairs*, te verschijnen. Artikel te lezen op [onlinelibrary.wiley.com](https://onlinelibrary.wiley.com).
- Esterik-Plasmeijer, P.W.J. van, en W.F. van Raaij (2017) Banking system trust, bank trust, and bank loyalty. *International Journal of Bank Marketing*, 35(1), 97-111.
- Jansen, D.-J., R.H.J. Mosch en C.A.B. van der Cruijzen (2015) When does the general public lose trust in banks? *Journal of Financial Services Research*, 48, 127-141.
- Osili, U.O. en A. Paulson (2014) Crises and confidence: systemic banking crises and depositor behavior. *Journal of Financial Economics*, 111(3), 646-660.
- Staveren, I. van (2017) Dutch banking culture six years after the fall of ABN AMRO Bank. *Panoeconomicus*, 64(2), 245-253.
- Verhoef, P. en M. Baake (2019) Vertrouwen in banken afgelopen jaren licht gestegen. ESB, 104 (4778), 482-483.

# Sentimentsindicator op basis van financieel-economisch nieuws

Macro-economische cijfers worden met een vertraging van één of enkele maanden gepubliceerd. Maar nieuws is veel sneller. Zijn krantenberichten te gebruiken om de stand van de conjunctuur te monitoren, en deze beter en eerder te duiden? Een analyse op basis van artikelen in *het Financieele Dagblad* vanaf 1985.

## IN HET KORT

- De sentimentsindicator op basis van berichten in de krant loopt vrijwel synchroon met de Nederlandse conjunctuur.
- In tegenstelling tot bestaande metingen, kan deze indicator dagelijks worden geactualiseerd, zonder revisies.
- De stemming rondom COVID-19 was in het najaar van 2020 negatiever dan tijdens het dieptepunt van de financiële crisis.

## JASPER DE WINTER

Econoom bij De Nederlandsche Bank (DNB)

## DORINTH VAN DIJK

Econoom bij DNB

Aan het eind van de jaren negentig van de vorige eeuw publiceerde *The Economist* (1998) een grafiek met de dagelijkse telling van het woord 'recessie' in de Britse kwaliteitskranten. Dat bleek destijds een goede voorspeller te zijn van recessies in het Verenigd Koninkrijk. Is het mogelijk om deze methode te verfijnen en te gebruiken voor het verbeteren van economische projecties?

## Tekst als voorspeller economie

Sinds de publicaties in *The Economist* is het gebruik van tekstanalyse om het verloop van de economie te voorspellen sterk toegenomen. Zo vond Tetlock (2007) dat de teneur in de dagelijkse analisten-column van *The Wall Street Journal* voorspellende waarde had voor de beursbewegingen op de dag dat de column gepubliceerd werd.

In de afgelopen tien jaar heeft de methodologie voor het verrichten van grootschalige tekstanalyses zich sterk ontwikkeld, vooral vanwege de exponentiële toename van computerrekenkracht. Recent doen onder meer de Noorse centrale bank (Thorsrud, 2020) en de Europese Commissie (Barbaglia et al., 2020) interessant onderzoek naar *machine-learning*-algoritmes die uit krantenteksten betekenis en stemming kunnen distilleren.

In dit artikel zijn we geïnteresseerd in de toegevoegde waarde van tekstanalyse voor het voorspellen van de economische groei, gemeten via het bruto binnenlands pro-

duct (bbp). We ontwikkelen een sentimentsindicator op basis van krantenartikelen, met als doel om de groei van het bbp op korte termijn sneller en beter te kunnen voorspellen. Dit wordt, analoog aan het Engelse *nowcasting*, 'nuspellen' genoemd. Daarmee komen we tot projecties van de Nederlandse bbp-groei voor zowel het lopende kwartaal (waarvoor er nog geen realisatiecijfer beschikbaar is) als het eerstvolgende kwartaal.

Een accurate inschatting van de economische groei op de korte termijn is belangrijk als uitgangspunt bij het opstellen van voorspellingen voor de economische groei op de langere termijn. Dit geldt vooral wanneer de economische groei abrupt afneemt, zoals ten tijde van de coronacrisis. Een goede inschatting van de groeivoorzichten is ook voor beleidsmakers cruciaal om goed onderbouwde beleidsbeslissingen te kunnen nemen wat betreft bijvoorbeeld de begroting.

Naast het feit dat een sentimentsindicator op basis van krantenartikelen extra informatie kan verschaffen, is een belangrijk bijkomstig voordeel dat deze dagelijks kan worden geactualiseerd. Let wel, het Centraal Bureau voor de Statistiek (CBS) komt pas 45 dagen na afloop van een kwartaal met een eerste inschatting van de bbp-groei. Stel, er moet een beleidsbeslissing genomen worden in de eerste maand van een kwartaal. Zonder een *nowcasting*-model zou de beleidsmaker meer dan 100 dagen moeten wachten op de eerste CBS-publicatie over de bbp-groei in dat kwartaal.

## Proefproject

De Nederlandsche Bank (DNB) heeft in een proefproject het volledig gedigitaliseerde tekstbestand van *het Financieele Dagblad* (FD) gebruikt om te analyseren welk signaal de teksten in de krant afgeven over het conjuncturele verloop. Dit is gedaan door uit de teksten een interpreteerbare sentimentsindicator af te leiden. Daartoe combineren we twee onderzoekstromingen in de econometrische literatuur. De eerste houdt zich bezig met het meten van de stemming in een tekst (Rambaccussing en Kwiatkowski, 2020). De tweede stroom betreft het extraheren van onderwerpen uit teksten op basis van econometrische technieken (Bybee et al., 2020; Hansen et al., 2018; Thorsrud, 2020).

De gebruikte database omvat ruim één miljoen krantenartikelen verschenen in de periode van 1 januari 1985 tot 1 januari 2021. Naast de ruwe teksten bevat de database diverse achtergrondkenmerken, zoals de datum van publi-

catie, het kern waarin het artikel verscheen, de weblink van het artikel en de titel ervan. Omdat het motto van het FD is dat ze schrijven over *“Al het geene tot het financieele eenige betrekking heeft”* is de krant een uitermate geschikte informatiebron voor een indicator die bedoeld is om de stand van de conjunctuur aan te geven.

### Onderwerpen in 1,1 miljoen krantenartikelen

De onderwerpen worden uit de teksten geëxtraheerd met gebruikmaking van een zogeheten *topicmodel* (Blei et al., 2003). Het idee van een topicmodel is dat een artikel uit een of meerdere onderwerpen bestaat, en dat er in artikelen met andere onderwerpen andere woorden worden gebruikt.

Met Bayesiaanse schattingstechnieken is vervolgens per artikel te bepalen welke verdeling qua onderwerp en artikel, en welke verdeling qua onderwerp en woord het meest waarschijnlijk zijn. Het enige dat nodig is om het algoritme op te starten zijn de aannames over het maximaal aantal onderwerpen in een artikel (in ons geval vier), de waarschijnlijkheid dat een artikel één, twee, drie of vier onderwerpen behelst en de kansverdeling van woorden over de vier door ons onderscheiden onderwerpen. We volgen de bestaande literatuur, en gaan ervan uit dat de kans klein is dat een artikel uit heel veel onderwerpen bestaat en dat de diverse woorden redelijk uniek zijn voor een onderwerp.

Figuur 1 presenteert een infographic die – in niet-technische termen – weergeeft hoe we komen van de ruwe FD-database tot een indeling in 64 onderwerpen. Voordat het algoritme de database in onderwerpen kan verdelen, moet deze worden opgeschoond (de grijze cirkel in figuur 1a). Het doel van deze stap is om alleen artikelen over te houden die betrekking hebben op relevant nieuws. Zo verwijderen we onder meer lifestyle-artikelen en Engelstalige artikelen. Daarnaast is het noodzakelijk om het aantal woorden terug te brengen tot de woorden die de artikelen onderling onderscheiden. Daartoe worden semantisch lege (“betekenisloze”) woorden (*de, het, een, om* en dergelijke), leestekens, getallen en HTML-codes verwijderd. Tevens is het noodzakelijk om werkwoorden terug te brengen tot hun stam. Zo worden *werkte, gewerkt* en *werkten* gereduceerd tot *werk*.

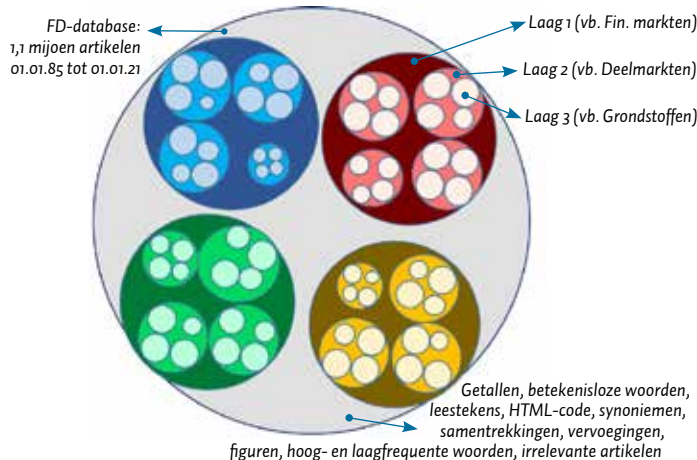
Het topicmodel schatten we vervolgens in drie stappen (lagen). Uit de eerste laag extraheren we vier hoofdonderwerpen die de grote rubrieken in de krant goed blijken weer te geven, te weten: ‘financiële markten’, ‘bedrijfsleven’, ‘economie’ en ‘politiek’. Het model labelt de geëxtraheerde hoofd- en deelonderwerpen niet – dat is aan de onderzoeker. Om een indruk te geven waarom deze labels zijn gekozen, is in figuur 1b weergegeven wat de relevantie is van de woorden in de vier hoofdonderwerpen. Zo zien we dat binnen het onderwerp ‘politiek’ de woorden *minister, kabinet* en *wetgeving* van grote relevantie zijn. De woorden *kabinet* en *wetgeving* komen vrijwel alleen voor bij het onderwerp ‘politiek’. Dat is te zien aan het feit dat de totale frequentie van deze woorden (de lichtblauwe balkjes) vrijwel gelijk is aan de relevantie (de gele balkjes), want de lichtblauwe en gele balkjes zijn even lang.

In de tweede laag verdelen we de artikelen per hoofdonderwerp weer op in vier deelonderwerpen, en dit wordt in de derde laag nog een keer gedaan. Zo onderscheiden we binnen het hoofdonderwerp ‘financiële markten’ in de

## Extractie onderwerpen uit krantenberichten

FIGUUR 1

1a. Krantendatabase van 1,1 miljoen artikelen naar 64 onderwerpen



Financiële markten	Bedrijfsleven	Economie	Politiek
<b>Deelmarkten</b>	<b>Infrastructuur</b>	<b>Verkiezingen</b>	<b>Tweede Kamer</b>
Grondstoffen	Chemie & farma	Verkiezingen	Partijpolitiek
Valutamarkten	Kengetallen	Oost-Europa	Overheidsbegroting
Buitenland	Mobiliteit	Afrika & Azië	Kabinetten
Monetair beleid	Bedrijfsresultaten	Verenigde Staten	Ministeries
<b>Financials</b>	<b>Multinationals</b>	<b>Indicatoren</b>	<b>Nationaal</b>
Financiering	Telecom	Internationaal	Rechtspraak
Internationale financials	Klanten	Europa	Pensioen & zorg
Banken	Big tech	Handelspartners	Toezichthouder & bestuur
Verzekeraars	Media	Begrotingsbeleid	Onderwijs & onderzoek
<b>Beursnieuws</b>	<b>Industrie</b>	<b>Grondstoffen</b>	<b>Lagere overheden</b>
Aandelenmarkt	Bouw	Azië	Volkshuisvesting
Fusies & overnames	Logistiek	Olie & gas	Publiek/privaat
Handel	Energie	Conflicten	Landbouw & visserij
Verzekeraars	Industrie	Opkomende economieën	Verkeer & vervoer
<b>Fin. Kengetallen</b>	<b>Demografie</b>	<b>Europese Unie</b>	<b>Sociale partners</b>
Aandelenmarkt	Detailhandel	Duitsland	CAO
Euronext	Failissementen	Europese Unie	Arbeidsmarkt
Analisten	Beursgenoteerd	Italië & Spanje	Ondernemers
Resultaten	Internationaal	Frankrijk	Sociale zekerheid

1b. Woordrelevantie per onderwerp



Relevantie is een maatstaf voor het belang en uniciteit van een woord binnen een onderwerp (Steyvers en Griffiths, 2007)

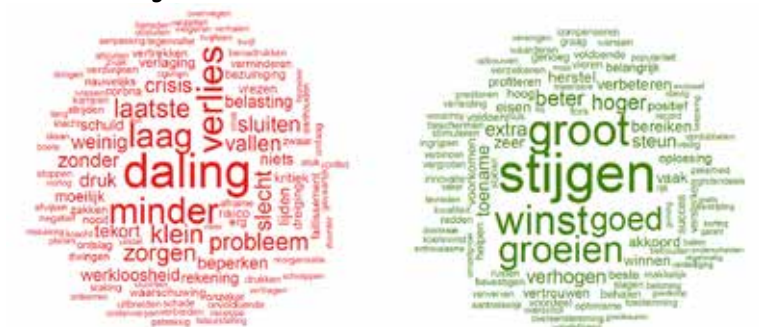
Data: FD | ESB

## Frequentie positieve en negatieve sentimentwoorden<sup>2</sup>

FIGUUR 2

2a. Negatief sentiment

2b. Positief sentiment

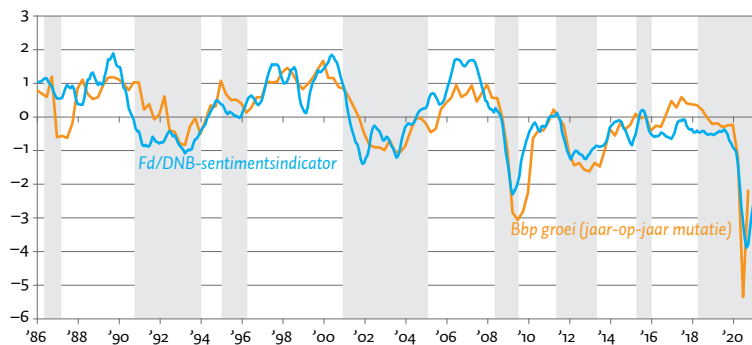


<sup>2</sup>Tijdperiode 1 januari 1985 tot 1 januari 2021; de figuur geeft de honderd positieve en negatieve sentimentwoorden met de hoogste frequentie en de grootte van een woord geeft de frequentie van het woord aan

Data: FD | ESB

## Sentimentsindicator en bbp-groei

FIGUUR 3

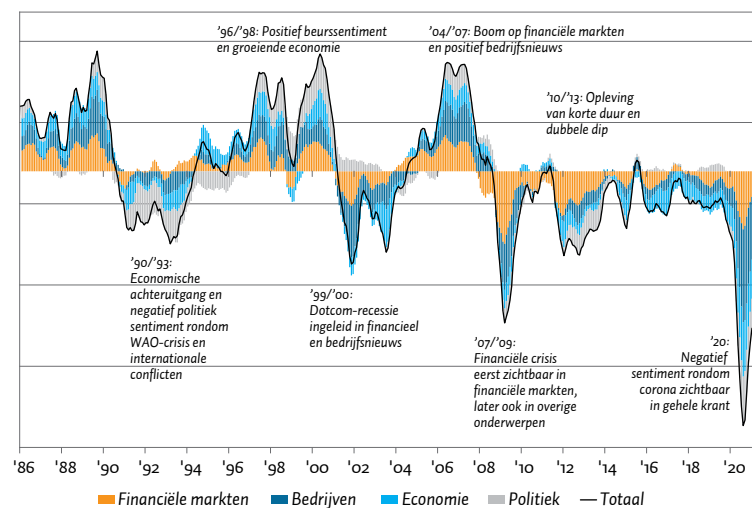


Noot: Genormaliseerd zesmaands voortschrijdend gemiddelde en genormaliseerde jaar-op-jaar groei bbp. Recessies, volgens de OESO-datering, zijn grijs gearceerd en markeren de periode tussen een conjuncturele piek en conjunctureel dal.

Data: OESO, FD | ESB

## Sentimentsindicator naar onderwerp

FIGUUR 4



Noot: Genormaliseerd zesmaands voortschrijdend gemiddelde

ESB

tweede laag de deelonderwerpen 'deelmarkten', 'financials', 'beursnieuws' en 'financiële kengetallen'. De lagen passen, zoals in de infographic is weergegeven, als een matroesjkapop in elkaar: alle deelonderwerpen van de derde laag tezamen vormen de tweede laag, en alle deelonderwerpen van de tweede laag de eerste laag. Hierdoor kan elk artikel in onze database tot op de derde laag worden ontleed, en kunnen de onderwerpen die voor een artikel relevant zijn, worden afgeleid.

Het voordeel van het schatten van het topicmodel in lagen is dat het zorgt voor een logische ordening van de onderwerpen. Het is, voor zover wij weten, de eerste keer dat er een gelaagd topicmodel geschat is.

Een tweede innovatie is dat we het topicmodel tijdsvariërend schatten, dus op basis van het woordgebruik en onderwerpen die op dat moment worden gebruikt. Ter illustratie: dit geeft het model de ruimte om aan het woord *Griekenland* een relatief laag gewicht toe te kennen in de jaren tachtig en negentig, maar juist een groot gewicht tijdens de financiële crisis en de Europese schuldencrisis. Indien hier geen rekening mee wordt gehouden en het model over de hele periode wordt geschat, wordt de relevantie van het

woord *Griekenland* te laag ingeschat in de laatste periode en te hoog in de eerste periode. Dit kan ertoe leiden dat belangrijke ontwikkelingen, zoals de schuldencrisis, over het hoofd gezien worden. In de economische literatuur is tot nu toe geen rekening gehouden met deze 'tijdsvariatie', waarschijnlijk door de grote rekenkracht die dit model vergt. Het uiteindelijke resultaat is een kansverdeling over 64 onderwerpen per artikel die het aandeel van elk van deze onderwerpen in het FD weergeven.

## Metten van de stemming op basis van woorden

Om de stemming oftewel het sentiment te bepalen, kennen we een sentiment score ( $-1$  is negatief en  $+1$  is positief) toe aan de woorden in de artikelen. De basis van onze stemmingslijst die de sentiment score per woord bevat is de veelgebruikte Engelstalige *Sentiment Lexicon* van Loughran en McDonald (2011). Deze op financiële berichtgeving toegespitste lijst vertalen we naar het Nederlands. We kiezen de vertaling die het best past binnen het economische domein. We vullen de lijst aan met stemmingswoorden die specifiek zijn voor de Nederlandse taal en onze toepassing. Zo dwingen we af dat woordcombinaties als *krimp afgenomen* en *werkloosheid gedaald* ondanks de negatieve gevoelswaarde van de afzonderlijke woorden toch worden meegeteld als een positief sentiment.

Figuur 2a geeft de frequentie van de 100 meestvoorkomende negatieve woorden weer, en figuur 2b de positieve woorden. Hoe groter het woord, des te hoger de frequentie.

Vervolgens metten we het sentiment per artikel door het aantal positieve en negatieve woorden te tellen. De stemming van een artikel is de som van het aantal woorden met een positief sentiment ( $+1$ ) en negatief sentiment ( $-1$ ). We normaliseren dit per artikel door de som te delen door het totaal aantal woorden in het artikel.

Het sentiment per maand wordt berekend door het gemiddelde te bepalen van het stemming in alle artikelen van die maand. Het berekende sentiment per maand is erg volatiel. Om een signaal uit de data te extraheren, berekenen we een simpel zesmaands voortschrijdend gemiddelde.

## Sentiment volgt bbp-groei zeer precies

Indien we het berekende sentiment per maand afzetten tegen de jaar-op-jaar groei van het bbp valt direct de zeer sterke samenhang tussen beide op (figuur 3). De jaar-op-jaar mutatie van het bbp wordt algemeen gezien als goede maatstaf voor de stand van de conjunctuur, en vormt de referentiereeks in de veelgebruikte conjunctuurindicatoren van de OESO. De sentimentsindicator volgt het verloop van de bbp-groei zeer nauwkeurig, met uitzondering van de episode rondom de abrupte beurskrach in 1987 (correlatie: 0,78). De indicator lijkt dan ook een zeer tijdig, betrouwbaar signaal af te geven over de conjunctuurbeweging.

De daling van de bbp-groei in de aanloop naar de financiële crisis van 2008–2009 wordt al in 2007 ingezet door de sentimentsindicator. Ook de coronacrisis wordt tijdig opgepikt door de indicator. Er was eind 2019 al een lichte neergang zichtbaar, maar de neergang in maart 2020 en de daaropvolgende maanden is spectaculair te noemen. Het sentiment was in het najaar van 2020 negatiever dan tijdens het dieptepunt van de financiële crisis.



## Sentiment per onderwerp

Door de meting van sentiment per artikel en het topicmodel te combineren, kan de stemming worden toegekend aan de 64 onderwerpen die ons model onderscheidt. Dat zit zo: elk artikel heeft een sentimentscore en door het topicmodel weten we van elk artikel uit welke onderwerpen het bestaat. We delen het gemeten sentiment per artikel toe aan de onderwerpen in dat artikel conform het aandeel van de onderwerpen in het artikel. Stel het gemeten sentiment is 10. Volgens het topicmodel gaat het voor negentig procent over economie en voor tien procent over politiek, dan wordt een 9 toegekend aan economie, en een 1 aan politiek.

Zo kunnen we de stemming uit figuur 3 onderverdelen in de hoofdonderwerpen ‘politiek’, ‘bedrijfsleven’, ‘economie’ en ‘financiële markten’. Dit kan verder worden onderverdeeld in 16 en uiteindelijk 64 deelonderwerpen. Indien nodig kan er zelfs worden afgedaald naar artikelniveau. Zodoende kan het verhaal achter het verloop van de stemming en daarmee de economische ontwikkeling verteld worden. Hiermee kunnen we de kwaliteit van de conjunctuuranalyse en voorspellingen verbeteren.

Figuur 4 laat zien waar de combinatie van de sentimentsindicator en het topicmodel toe kan leiden. De figuur deelt het sentiment in het belangrijkste nieuws van het FD op wat betreft de vier hoofdonderwerpen in de eerste laag. Bij verschillende episoden is in de figuur een interpretatie gegeven. De bijdrages van de onderwerpen aan het totale gevoel appelleren aan de intuïtie.

Zo is het negatieve gevoel rond de coronaperiode vanaf maart 2020 sterk, en direct zichtbaar in elk hoofdonderwerp. Dit komt overeen met het beeld dat de coronacrisis de gehele maatschappij raakt, en dus ook zichtbaar is in alle rubrieken van de krant. Dit verschilt duidelijk met de stand van de indicator rondom de financiële crisis. De aanloop naar de crisis is in 2007 hoofdzakelijk zichtbaar in het negatieve sentiment rond financiële markten. Pas later – in 2008 en 2009 – is de stemmingsomslag ook zichtbaar in de andere hoofdonderwerpen.

## Betere voorspelling bbp-groei

De sterke samenhang tussen de stemming in de hoofdartikelen en de bbp-groei in figuur 3 doet vermoeden dat de indicator ook voorspelkracht heeft voor de bbp-groei. De cijfers over de bbp-ontwikkeling zijn nog niet bekend als het krantensentiment al wel bekend is. Het idee is dat de indicatoren, ruim voordat het bbp verschijnt, de ontwikkeling in delen van de economie meten.

Om te bepalen of de voorspelling van de bbp-groei daadwerkelijk verbeterd kan worden, worden de reeksen van het krantensentiment per onderwerp toegevoegd aan de gebruikelijke indicatoren in een nowcasting-model. We gebruiken het model dat DNB heeft ontwikkeld om een inschatting te maken van de actuele stand van de conjunctuur. Dit zogenaamde DFROG-model maakt projecties van de Nederlandse bbp-groei in het lopende kwartaal (waarvoor nog geen realisatiecijfer beschikbaar is) en het eerstvolgende kwartaal en is uitgebreid getest (Jansen en De Winter, 2018). DFROG is een zogenaamd dynamisch factormodel en bevat ongeveer tachtig economische reeksen die maandelijks beschikbaar zijn. Dit zijn bijvoorbeeld

cijfers over het vertrouwen, productie, verkopen en marktprijzen. Sommige van deze reeksen komen – net zoals het cijfer over de bbp-groei – met enige vertraging uit, terwijl de stemming op basis van krantenartikelen dagelijks beschikbaar is. De selectie van de reeksen in het model is gebaseerd op het feit dat ze (veel) eerder bekend zijn dan het bbp-cijfer, en op hun historische ‘nuspelkracht’ voor het bbp.

Het opnemen van de naar onderwerp verdeelde sentimentsindicator leidt tot een significante afname in de voorspelfout van DFROG. Bij het voorspellen van de groei in het lopende en eerstvolgende kwartaal neemt de voorspelfout met zo’n tien tot vijftien procent af.

## Conclusie

Berichten in het FD vormen een relevante nieuwe informatiebron om de actuele stand van de conjunctuur te monitoren en te voorspellen. De uitkomst voor Nederland komt overeen met de uitkomst van soortgelijk onderzoek in Noorwegen (Thorsrud, 2020; Bybee et al., 2020) en Engeland (Rambaccussing en Kwiatkowski, 2020), waarbij ook werd aangetoond dat nieuwssentiment een duidelijke meerwaarde heeft.

## Literatuur

- Barbaglia, L., S. Consoli en S. Manzan (2020) *Forecasting with economic news*. mimeo.
- Blei, D.M., A.Y. Ng en M.I. Jordan (2003) Latent dirichlet allocation. *Journal of Machine Learning Research*, (3), 993–1022.
- Bybee, L., B.T. Kelly, A. Manela en D. Xiu (2020) *The structure of economic news*. NBER Working Paper, 26648.
- Hansen, S., M. McMahon en A. Prat (2018) Transparency and deliberation within the FOMC: a computational linguistics approach. *The Quarterly Journal of Economics*, (33), 801–870.
- Jansen, W.J. en J.M. de Winter (2018) Combining model-based near-term GDP forecasts and judgmental forecasts: a real-time exercise for the G7 countries. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 80(6), 1213–1242.
- Loughran, T. en B. McDonald (2011) When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of Finance*, 66(1), 35–65.
- Rambaccussing, D. en A. Kwiatkowski (2020) Forecasting with news sentiment: evidence with UK newspapers. *International Journal of Forecasting*, 36(4), 1501–1516.
- Steyvers, M. en T. Griffiths (2007) Probabilistic topic models. In: T. Landauer, D. McNamara, S. Dennis, en W. Kintsch (red.), *Latent semantic analysis: a road to meaning*. Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum, p. 424–440.
- Tetlock, P.C. (2007) Giving content to investor sentiment: the role of media in the stock market. *The Journal of Finance*, 62(3), 1139–1168.
- The Economist (1998) The recession index. *The Economist*, 10 december.
- Thorsrud, L.A. (2020) Words are the new numbers: a newsy coincident index of the business cycle. *Journal of Business & Economic Statistics*, 38(2), 393–409.

# Vormgeving catastrofe-regeling verstoort concurrentie verzekeraars

Zorgverzekeraars ontvangen op grond van een wettelijke catastrofe-regeling voor de meeste extra zorgkosten als gevolg van de coronapandemie een compensatie uit het Zorgverzekeringsfonds. Een belangrijk oogmerk van deze regeling is om een ongelijk speelveld tussen verzekeraars te voorkomen. Door de manier waarop deze regeling is vormgegeven dreigt er echter het omgekeerde.

## IN HET KORT

- De huidige catastrofe-regeling houdt alleen rekening met de *meerkosten* van corona, niet met de *minderkosten* door zorguitval.
- De huidige regeling leidt tot concurrentievervalsing, hogere uitvoeringskosten en moeilijk voorspelbare resultaten.
- Als de catastrofe-regeling op de totale zorguitgaven gebaseerd wordt, kunnen deze nadelen grotendeels worden voorkomen.

## ERIK SCHUT

Hoogleraar aan de  
Erasmus Universiteit  
Rotterdam (EUR)

## MARCO VARKEVISSER

Hoogleraar aan de  
EUR

In het Nederlandse zorgstelsel vervullen zorgverzekeraars een belangrijke rol als kritische inkopers van zorg namens hun verzekerden. Onderlinge concurrentie moet zorgverzekeraars motiveren om goede zorg in te kopen tegen een zo laag mogelijke prijs. Van cruciaal belang daarbij is dat er tussen verzekeraars sprake is van eerlijke concurrentieverhoudingen, oftewel een 'gelijk speelveld'.

Door de coronapandemie dreigt dit gelijke speelveld te worden verstoord. De coronapatiënten zijn namelijk ongelijk verdeeld over de verzekeraars. Zo hebben verzekeraars met een groot marktaandeel in de Randstad en het zuiden van het land een relatief groot aandeel verzekerden met corona. De pandemie heeft in deze delen van Nederland immers harder toegeslagen.

Om te voorkomen dat de grotendeels onbeïnvloedbare kosten van een pandemie of een andere catastrofe ongelijk neerslaan bij de verschillende zorgverzekeraars – en dat de concurrentieverhoudingen hierdoor worden verstoord – kunnen deze op grond van de Zorgverzekeringswet (artikel 33) deels of geheel worden gecompenseerd indien de meerkosten over 2020 en 2021 tezamen een bepaalde drempel overschrijden (Varkevisser en Schut, 2020).

Maar door de manier waarop de catastrofe-regeling voor de huidige pandemie concreet is uitgewerkt (Staatscourant,

2020) dreigt het beoogde behoud van het gelijke speelveld tussen zorgverzekeraars niet te worden gerealiseerd. Integendeel, het omgekeerde dreigt eerder het geval te zijn. Bij de concrete vormgeving van de regeling is er namelijk geen rekening mee gehouden dat de coronapandemie niet alleen heeft geleid tot meerkosten vanwege de behandeling van coronapatiënten, maar ook tot minderkosten als gevolg van de uitval van reguliere zorg.

## Vormgeving catastrofe-regeling

Dat de minderkosten niet zijn meegenomen in de huidige catastrofe-regeling, is op zich niet verwonderlijk. Catastrofes leiden in de regel immers vooral tot schade en daarmee tot extra kosten. Maar bij de huidige catastrofe is ook sprake is van aanzienlijke *minderkosten* omdat als gevolg van het grote beslag dat de coronazorg legt op de beschikbare capaciteit aan zorgpersoneel en intensive-care-bedden er veel reguliere zorg is uitgevallen of uitgesteld.

Volgens ramingen van het Zorginstituut Nederland (2020) werden de extra kosten van ziekenhuizen voor zorg aan coronapatiënten in de eerste helft van 2020 grotendeels gecompenseerd door de lagere uitgaven aan reguliere zorg. Op basis van deze cijfers is op Prinsjesdag de verwachting uitgesproken dat de Zvw-uitgaven in 2020 per saldo niet hoger of lager zullen uitvallen dan eerder geraamd (Tweede Kamer, 2020a).

Bij de precieze vormgeving van de catastrofe-regeling van medio december is er bij de bepaling van de 'kosten ten gevolge van catastrofe' uitsluitend uitgegaan van de meerkosten op basis van daartoe door het Zorginstituut aangegeven 'prestatiebeschrijvingen' (Staatscourant, 2020). Volgens de meest recente schatting zullen deze meerkosten ten minste 1,7 miljard euro bedragen, waarvan circa 1,3 miljard in 2020, en minstens 0,4 miljard in 2021. De extra bijdrage uit het Zorgverzekeringsfonds aan deze meerkosten voor coronazorg zal naar verwachting minimaal 1,2 miljard euro zijn (Zorgverzekeraars Nederland, 2021).

Door de nu gekozen vormgeving van de catastrofe-regeling ontvangen verzekeraars wél een extra bijdrage voor de meerkosten van de coronapandemie, maar worden de uitgespaarde kosten door de zorguitval hier nu níét van afgetrokken. Aangezien verzekeraars met relatief veel meerkosten naar alle waarschijnlijkheid ook relatief veel zorguitval en dus minderkosten zullen hebben, betekent dit dat deze verzekeraars per saldo voordelig uit zijn.



Een kanttekening is hier echter op z'n plaats. De uitgespaarde kosten door de uitval van reguliere zorg worden voor een belangrijk deel door de zorgverzekeraars alsnog betaald. En wel in de vorm van zogeheten continuïteitsbijdragen voor zorgaanbieders. Om te voorkomen dat zorgaanbieders door de forse uitval van reguliere zorg in financiële problemen zouden komen, met alle gevolgen voor de zorgcontinuïteit van dien, stond de overheid aan zorgaanbieders toe om een deel van de gedeerde inkomsten bij zorgverzekeraars te declareren (NZa, 2020).

Deze continuïteitsbijdragen zijn een rechtstreeks gevolg van de coronapandemie, maar de kosten ervan worden nu expliciet uitgesloten van de catastrofereregeling. Dit om dubbele bekostiging te voorkomen (Staatscourant 2020).

Deze aanpak heeft echter als belangrijk nadeel dat het leidt tot een ongelijke verdeling over verzekeraars. De uitgespaarde kosten zijn namelijk hoger dan de door de zorgverzekeraars aan zorgaanbieders uitbetaalde continuïteitsbijdragen – en deze discrepanties zullen groter zijn voor de zorgverzekeraars die sterk vertegenwoordigd zijn in gebieden met relatief veel coronapatiënten. Als gevolg hiervan zijn het vooral deze zorgverzekeraars die van de huidige catastrofereregeling profiteren.

Zo dreigt er juist een ongelijk speelveld te ontstaan in plaats van dat dit wordt voorkomen. Om dit te onderwerpen hebben de zorgverzekeraars onderling afspraken gemaakt (kader 1). Deze afspraken zijn echter marktverstrend en het is onwaarschijnlijk dat de ACM zulke afspraken ook in 2021 allemaal zal toestaan.

### **Alternatieve vormgeving catastrofereregeling**

Het is dan ook beter om de catastrofereregeling anders vorm te geven, zodat deze de concurrentie niet verstoort. In plaats van dat men de catastrofereregeling alleen van toepassing laat zijn op de corona-meerkosten, zouden alle zorgkosten die

onder de Zorgverzekeringswet vallen in deze regeling kunnen worden opgenomen. Zoals wij eerder hebben betoogd (Varkevisser en Schut, 2020) kunnen zorgverzekeraars dan aanspraak maken op een compensatie uit het Zorgverzekeringsfonds wanneer hun daadwerkelijke uitgaven meer dan twee procent hoger zijn dan hun verwachte reguliere zorgkosten – die berekend worden op basis van de risicoverevening.

De op deze basis berekende verwachte reguliere zorgkosten voor 2021 berusten op de gegevens van 2019, dus voorafgaand aan de coronapandemie (Tweede Kamer, 2020b). Door de catastrofereregeling te baseren op het verschil tussen de daadwerkelijke kosten ná de coronapandemie en de verwachte kosten vóór de coronapandemie worden ook de minderkosten als gevolg van de uitval van reguliere zorg en de door verzekeraars betaalde continuïteitsbijdragen onder de regeling gebracht. Meer- en minderkosten zijn in dat geval dus netjes gesaldeerd.

Aangezien ook de zorguitval een direct gevolg is van de pandemie, is ons voorstel consistent met de strekking van artikel 33 Zvw, waarbij het immers gaat om het compenseren van “de gevolgen van de catastrofe” voor de zorguitgaven. Omdat de pandemie gevolgen heeft voor de totale zorgverlening – van huisarts, wijkverpleging tot ziekenhuiszorg – pleit dit ervoor om de regeling betrekking te laten hebben op de verschillen in totale zorguitgaven per verzekeraar. Op die manier worden alleen scheve verdelingseffecten in de uiteindelijke feitelijke zorguitgaven tussen zorgverzekeraars gecompenseerd, en blijft het speelveld tussen verzekeraars dus gelijk.

### **Bijkomende voordelen**

Naast het gelijkere speelveld, heeft de door ons voorgestelde veel ruimere interpretatie van de catastrofereregeling twee belangrijke bijkomende voordelen. Ten eerste is de ruime

## Marktafspraken zorgverzekeraars

KADER 1

In 2020 hebben zorgverzekeraars zelf, door middel van onderlinge marktafspraken over de verdeling van de financiële effecten van de coronapandemie, geprobeerd te voorkomen dat door de coronacrisis een ongelijk speelveld ontstaat. De afspraken zijn vastgelegd in een 'Solidariteitsovereenkomst' die door alle zorgverzekeraars is ondertekend, met uitzondering van de kleinste zorgverzekeraar (Eucare). De Autoriteit Consument & Markt (ACM) heeft deze concurrentie-bepurende afspraken wegens uitzonderlijke omstandigheden en grote financiële onzekerheden goedgekeurd (ACM, 2020). De overeenkomst houdt in dat de zorgverzekeraars de kosten die voortvloeien uit de regelingen voor continuïteitsbijdragen, verrekend met eventuele opbrengsten op grond van de catastrofereregeling, evenredig onder elkaar kunnen verdelen.

Bovendien willen de zorgverzekeraars kunnen besluiten om ook de verschillen tussen de enerzijds zonder corona verwachte en de anderzijds daadwerkelijk gerealiseerde kosten onderling te verdelen, wanneer deze verschillen een bepaalde bandbreedte overschrijden.

De hoogte van de af te spreken bandbreedte is bepalend voor de gelijkheid van het speelveld en de resterende ruimte voor concurrentie. Hoe knapper de bandbreedte, hoe gelijkjer het speelveld, maar hoe zwakker de resterende prikkels voor onderlinge concurrentie en doelmatigheid. De ACM spreekt zich in haar openbare reactie niet uit over de hoogte van de bandbreedte, maar beperkt zich tot het

stellen van de voorwaarde dat er sprake moet zijn "van een vangnetregeling (*last resort*), met effectieve drempel en behoud van voldoende prikkels voor individuele zorgverzekeraars voor doelmatige zorginkoop" (ACM, 2020). In welke gevallen de ACM in de praktijk zal ingrijpen is dus nog onduidelijk.

De kans lijkt ons klein dat de mededingingsautoriteit in 2021 nogmaals akkoord zal gaan met vergelijkbare marktafspraken tussen zorgverzekeraars. Vooral nog geldt de goedkeuring van het grootste deel van de marktafspraken door de ACM alleen voor 2020. Voor 2021 merkt de ACM expliciet op dat individuele zorgverzekeraars aanmerkelijk meer mogelijkheden hebben om in hun strategische en commerciële beleid rekening te houden met de gevolgen van de coronacrisis. Bovendien wijst de ACM op het feit dat de gezamenlijke financiële risico's die zorgverzekeraars in 2021 lopen, door de overheid worden beperkt door onder andere eenmalig een vorm van macro-nacalculatie te herintroduceren (Tweede Kamer, 2020b): in het geval van overschrijdingen van het macrobedrag waarop de vergoedingen voor verzekeraars uit het Zorgverzekeringsfonds zijn gebaseerd, wordt er 85 procent van de extra uitgaven vergoed, terwijl bij overschrijdingen 85 procent van het te veel ontvangen bedrag moet worden terugbetaald. Met deze macro-nacalculatie wordt er weliswaar voorkomen dat zorgverzekeraars in 2021 gezamenlijk veel profijt hebben van vraaguitval, maar niet dat sommige zorgverzekeraars meer profiteren van vraaguitval dan andere.

interpretatie administratief veel eenvoudiger, en brengt het veel minder uitvoeringsproblemen en uitvoeringskosten met zich mee. Immers, de voorgestelde regeling maakt het niet langer nodig om precies via gedetailleerde prestatiebeschrijvingen te definiëren wat de meerkosten van corona zijn. Ook is het niet nodig om deze meerkosten te registreren, te berekenen en te controleren.

Ten tweede leidt dit alternatief tot stabielere en beter gespreide inkomsten voor zorgverzekeraars. De huidige catastrofereregeling zorgt ervoor dat verzekeraars eigenlijk worden overgecompenseerd. Hierdoor zullen zorgverzekeraars over 2020 waarschijnlijk winst maken. De grootste zorgverzekeraar liet onlangs al weten te verwachten dat het financiële resultaat zal worden opgestuwd door de coronapandemie, vanwege de vergoeding van meerkosten en de lagere kosten door uitval van reguliere zorg (Skipr, 2021). En ook bij andere verzekeraars kunnen de jaarcijfers gunstiger uitpakken dan verwacht (Zorgverzekeraars Nederland 2021).

Toenemende winsten ten tijde van een pandemie zijn moeilijk uit te leggen aan verzekeren, en dragen bepaald niet bij aan het toch al wankele publieke vertrouwen in de belangrijke rol van zorgverzekeraars als kritische zorginkopers.

Overigens wordt de *gezamenlijke* winst die verzekeraars kunnen maken door de vraaguitval in 2021 aanzienlijk beperkt vanwege de tijdelijke herinvoering van de macro-nacalculatie (kader 1). Maar op die manier wordt er nog niet voorkomen dat de resterende winsten door vraaguitval ongelijk over *individuele* verzekeraars zullen worden verdeeld. De door ons voorgestelde ruimere interpretatie van de catastrofereregeling lost dit probleem grotendeels op, en maakt de macro-nacalculatie overbodig.

## Potentieel nadeel

Een potentieel nadeel van ons alternatief is dat een verzekeraar die tijdens de looptijd van de regeling de drempel van twee procent overschrijdt, daarna geen prikkel meer heeft tot kostenbeheersing. Maar de kans op overschrijding van deze drempel is bij ons alternatief kleiner dan bij de huidige vormgeving van de regeling omdat ook de minderkosten door uitval van reguliere zorg worden meegenomen. Bovendien is de regeling tijdelijk, en zullen verzekeraars beducht zijn om akkoord te gaan met extra structurele zorguitgaven.

## Conclusie

Hoe je het ook wendt of keert, iedere ex-post-compensatie van coronakosten zal gepaard gaan met een vermindering van de prikkels voor doelmatigheid en kostenbeheersing bij zorgverzekeraars. De kunst is om de compensatie dan in ieder geval op de meest efficiënte manier vorm te geven. Met ons alternatief worden op de zorgverzekeringsmarkt zowel de onderlinge concurrentieverstorende marktafspraken als een macro-nacalculatie overbodig. Daarnaast leidt het ten opzichte van de huidige vormgeving van de catastrofereregeling tot minder extra registratie- en administratiekosten, minder moeilijk verklaarbare winsten en tot minder onwenselijk strategisch gedrag.

Helaas zal het in de praktijk niet eenvoudig zijn om tijdens het spel de regels nog te veranderen. Daarom valt het te betreuren dat van tevoren niet beter is nagedacht over de vormgeving van de catastrofereregeling.

## Literatuur

ACM (2020) *Reactie ACM voorgenomen overeenkomst verdeling impact corona zorgverzekeraars voor 2020*. ACM, ACM/UIT/543322, 27 oktober.

NZa (2020) *Beleidsregel continuïteitsbijdrage en meerkosten in verband met de uitbraak van het SARS-CoV-2 virus – BR/REG-20157*. Nederlandse Zorgautoriteit. Te vinden op [puc.overheid.nl](http://puc.overheid.nl).

Skipr (2021) *Coronapandemie stuwt resultaat zorgverzekeringen bij Achmea*. Skipr Bericht, 25 januari.

Staatscourant (2020) *Regeling van de Minister voor Medische Zorg van 4 december 2020, kenmerk 1790136-214958-WJZ, houdende wijziging van de Regeling zorgverzekering ter aanvulling van de regels voor de extra bijdrage voor zorgverzekeraars bij een catastrofe*. Staatscourant, 65006, 14 december. Te vinden op [zoek.officielebekendmakingen.nl](http://zoek.officielebekendmakingen.nl).

Tweede Kamer (2020a) *Vaststelling van de begrotingsstaten van het Ministerie van Volksgezondheid, Welzijn en Sport (XVI) voor het jaar 2021, 35570 XVI, nr. 1*. Te vinden op [zoek.officielebekendmakingen.nl](http://zoek.officielebekendmakingen.nl).

Tweede Kamer (2020b) *Herziening Zorgstelsel: brief van de Minister voor Medische Zorg, 29689, nr. 1078*. Te vinden op [zoek.officielebekendmakingen.nl](http://zoek.officielebekendmakingen.nl).

Varkevisser, M. en E. Schut (2020) *Kosten corona geven geen aanleiding om zorgstelsel fundamenteel te hervormen*. ESB, 105(4785), 204–207.

Zorginstituut Nederland (2020) *ZorgCijfers Monitor: Zorgverzekeringswet en Wet langdurige zorg 2e kwartaal 2020*, september.

Zorgverzekeraars Nederland (2021) *Corona heeft impact op voorlopige jaarcijfers zorgverzekeraars*. Nieuwsbericht, 24 januari. Te vinden op [www.zn.nl](http://www.zn.nl).

# Keuzevrijheid verhoogt zzp-draagvlak voor arbeidsongeschiktheidsverzekering

Een verplichte arbeidsongeschiktheidsverzekering (aov) voor zelfstandigen zonder personeel (zzp'ers) staat hoog op de beleidsagenda. Maar hoe kijken zzp'ers tegen een aov aan, en welke voorkeuren hebben ze daarbij?

## IN HET KORT

- Een verplichte aov met een bepaalde mate van keuzevrijheid, kan rekenen op het meeste draagvlak.
- De betalingsbereidheid neemt relatief sterk af met de wachttijd en premiehoogte van de verzekering.
- Met keuzevrijheid in wachttijd en premie kan het draagvlak voor een aov oplopen tot een meerderheid van de zzp'ers.

## HENRI BUSSINK

Onderzoeker bij  
SEO Economisch  
Onderzoek

## JUSTUS VAN KESTEREN

Onderzoeker bij  
SEO Economisch  
Onderzoek

## BAS TER WEEL

Algemeen directeur  
bij SEO Economisch  
Onderzoek en  
hoogleraar aan de  
Universiteit van  
Amsterdam

Dit onderzoek is uitgevoerd met subsidie van Instituut Gak

De laatste jaren is de animo onder zzp'ers afgenomen om een deel van het inkomen te verzekeren. De verzekeringsgraad voor arbeidsongeschiktheid is gedaald tot minder dan twintig procent (CBS, 2019a; 2020), terwijl een aanzienlijk deel van de zzp'ers over onvoldoende alternatieve voorzieningen beschikt om op terug te vallen (Berkhout en Euwals, 2016; CBS, 2019b). Hierdoor is de kans groot dat zij bij arbeidsongeschiktheid een beroep zullen moeten doen op de bijstand. Vanuit een maatschappelijke invalshoek is dit onwenselijk, aangezien het risico op arbeidsongeschiktheid zo deels wordt afgewenteld op sociale voorzieningen.

De Commissie Regulering van Werk (2020) adviseerde begin 2020 dat alle werkenden, ongeacht de contractvorm, verplicht een arbeidsongeschiktheidsverzekering (aov) zouden moeten afsluiten die basiszekerheid biedt. Enkele maanden later bereikten sociale partners in het pensioenakkoord overeenstemming over een verplichte aov voor zzp'ers op minimumniveau (Koolmees, 2020; Stichting van de Arbeid, 2020). De huidige coronacrisis legt daarnaast de kwetsbaarheid van zzp'ers bij grote en onverwachte inkomensschokken nog meer onder een vergrootglas.

Een verplichte aov heeft een aantal voordelen. Zo biedt het bijvoorbeeld inkomensbescherming, zonder dat de kosten worden afgewenteld op sociale voorzieningen. Daarnaast creëert het, vanwege minder concurrentie op arbeidsvoorwaarden, een gelijk spelveld voor werknemers, en voorkomt het onderverzekering door beperkt rationeel handelen.

Op de verzekeringsmarkt vermindert een aov de risicoselectie tussen zzp'ers met een gunstig en ongunstig risicoprofiel en vergroot het de schaalvoordelen door meer risicospreiding.

Maar er bestaan ook nadelen. Een verplichte aov vermindert de keuzevrijheid voor zzp'ers om zelf risico's te dragen, vergroot de kans op oververzekering, verhoogt de verzuimkans en -duur (*moral hazard*), en zou mogelijk tot minder werkgelegenheid kunnen leiden.

In hoeverre de voordelen tegen de nadelen opwegen, hangt af van de specifieke kenmerken van de verplichte aov, alsmede van de voorkeuren en betalingsbereidheid van zzp'ers. In dit artikel meten we de voorkeuren en betalingsbereidheid van zzp'ers voor verschillende kenmerken van een aov. Met die informatie kunnen de voor- en nadelen van verschillende vormen van verzekering worden afgewogen, en wordt er zichtbaar voor welke deel van de zzp'ers een verplichte aov (vergelijkbaar met het voorstel uit het Pensioenakkoord) kan leiden tot welvaartswinst of -verlies.

## Metten van voorkeuren

Onder een representatieve steekproef van 18- tot 65-jarige werkenden is een discreet keuze-experiment ('vignetten-analyse') uitgevoerd in de periode oktober–november 2020. Hierbij is er gebruikgemaakt van deelnemers uit het *LISS Panel* van *CentERdata* en het *I&O Research Panel*. In totaal hebben 3.163 werkenden deelgenomen aan het keuze-experiment, onder wie 2.476 werknemers en 687 zzp'ers. De totale respons is gewogen naar geslacht, leeftijd, opleidingsniveau en arbeidsmarktstatus.

In het keuze-experiment is de deelnemers gevraagd om tien keer een keuze te maken uit drie hypothetische aov's (vignetten), waarbij de keuze voor het niet afsluiten van een aov (*opt-out*) ook tot de mogelijkheden behoort. Omdat er in de literatuur geen vuistregel is voor het optimale aantal keuzesituaties, is naar een balans gezocht tussen statistische efficiëntie enerzijds (die toeneemt met het aantal keuzesituaties) en responsefficiëntie anderzijds (die afneemt met het aantal keuzesituaties en met de complexiteit daarvan).

Voor zzp'ers sluit de context van het experiment aan bij de huidige situatie waarin zij al zelf verantwoordelijk zijn voor het afsluiten van een aov. Omdat werknemers momenteel onder verschillende sociale regelingen vallen, is voor werknemers de context geschetst van een situatie zonder loondoorbetaling bij ziekte, Ziektewet en WIA-uitkering, waarin zij ook zelf verantwoordelijk zijn voor het afsluiten

## Experimentele ontwerp

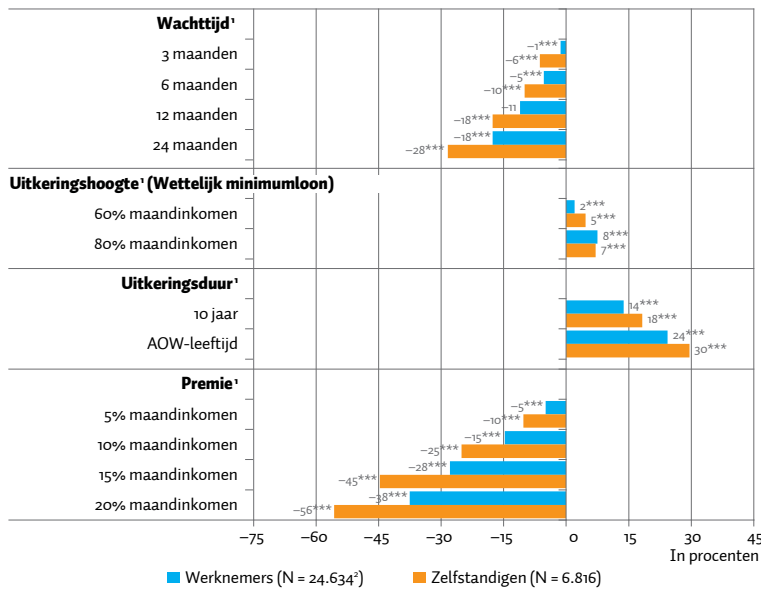
KADER 1

In het experimentele ontwerp zijn er geen restricties op combinaties van kenmerken toegepast, bestaat er een minimale overlap tussen alternatieven, zijn de niveaus van de kenmerken in balans en zijn de voorgelegde kenmerken niet gecorreleerd (orthogonaal), zodat het aan de gewenste statistische eigenschappen voldoet om de voorkeursparameters te schatten (Johnson et al., 2013). Daarnaast is de interne validiteit van het keuze-experiment getest door te controleren in hoeverre keuzesituaties worden gedomineerd door een verzekeringspakket dat op een of meerdere

kenmerken 'beter' scoort en op alle andere kenmerken minstens gelijk. Dit is in minder dan vijf procent van de keuzesituaties het geval, waarbij in circa negentig procent van die gevallen respondenten rationeel voor het dominante verzekeringspakket kozen. Verder zijn er enkele 'speeders', die de vragenlijst binnen een onmogelijk kort tijdsbestek invulden, uit de dataset verwijderd. Tot slot zijn er geen 'straightliners' aangetroffen die in elke keuzesituatie (met uitzondering van de opt-out) dezelfde keuze maakten.

## Kans dat een zzp'er voor een arbeidsongeschiktheidsverzekering kiest

FIGUUR 1



<sup>1</sup> De referentiecategorieën zijn respectievelijk 1 maand, wettelijk minimumloon, 2 jaar en 2% maandinkomen.

<sup>2</sup> Het aantal observaties is het aantal respondenten x het aantal voorgelegde keuzesituaties.

Noot: Een \*\*\* achter het marginale effect van de keuzekans betekent een significant verschil op eenprocentniveau. Bij alle kenmerken behalve '80% maandinkomen' als uitkeringshoogte is er een significant verschil tussen werknemers en zzp'ers op eenprocentniveau.

ESB

van een aov. Hierbij is hun een bandbreedte gegeven van de vrijkomende loonruimte door het vervallen van de huidige (werkgevers)premies van 7,5 tot 12,5 procent van het maandloon (UWV, 2020). Hierdoor kunnen wij het keuzegedrag van werknemers vergelijken met dat van zzp'ers.

De voorgelegde aov's zijn systematisch gevarieerd op de volgende vier kenmerken: wachttijd (vijf niveaus), uitkeringshoogte (drie niveaus), uitkeringsduur (drie niveaus) en premie (vijf niveaus). Hierbij is aangesloten bij de voornaamste kenmerken van het huidige aanbod van aov's door private verzekeraars, zodat de voorgelegde keuzes zo realistisch mogelijk zijn. De wachttijd is de periode waarin iemand arbeidsongeschikt is, maar nog geen uitkering ontvangt en het inkomensverlies zelf moet opvangen. Dit varieert tussen de 1 en 24 maanden. De uitkeringshoogte is gelijk aan het wettelijk minimumloon, zestig of tachtig procent van het gemiddelde bruto-maandinkomen, en is uitgedrukt in euro's. De uitkeringsduur is gelijk aan twee

jaar, tien jaar, of tot aan de AOW-leeftijd. De premie varieert tussen de twee en twintig procent van het bruto-maandinkomen, en is uitgedrukt in euro's. De andere kenmerken van het experimentele ontwerp zijn te lezen in kader 1.

## Model

De gegevens van het keuze-experiment zijn geanalyseerd aan de hand van een *multinomial logit model*. Uitgangspunt van dit model is dat respondenten het pakket kiezen dat hun economisch nut maximaliseert (Train, 2009). Het nut dat respondenten ontleen aan een aov is afhankelijk van de afzonderlijke kenmerken van de verzekering. Zo leidt een hogere uitkering tot een hoger nut, terwijl een hogere premie juist leidt tot een lager nut.

## Voorkeuren zzp'ers

De resultaten van het keuze-experiment zijn weergegeven in figuur 1. Per verzekeringskenmerk en niveau is het marginale effect op de kans dat een zzp'er voor een aov kiest ten opzichte van een referentieniveau weergegeven, conditioneel op de andere kenmerken.

Alle verzekeringskenmerken zijn significant van invloed op de keuzekans. Over het algemeen neemt de keuzekans voor een verzekering af met het aantal maanden wachttijd en de premiehoogte, en toe met de hoogte en duur van de uitkering. Voornamelijk de wachttijd en premiehoogte zijn van grote invloed op de keuzekans. Hoe langer de wachttijd of hoe hoger de premie, des te kleiner is de kans dat er voor een verzekering wordt gekozen.

Het keuzegedrag van zzp'ers in dit experiment komt overeen met wat we al weten over zzp'ers in de praktijk. Zo geven zzp'ers aan dat de voornaamste reden om in de praktijk geen aov af te sluiten, is dat de kosten niet opwegen tegen de baten. Daarnaast is een te hoge premie een belangrijke reden waarom veel zzp'ers zich geen aov kunnen veroorloven (CBS, 2019b).

Zzp'ers blijken gevoeliger dan werknemers te zijn voor een oplopende wachttijd en premie. Deze resultaten bevestigen het beeld dat zzp'ers de premie zwaarder wegen dan de uitkeringshoogte en -duur. Een verplichte aov zou daarom kunnen differentiëren in wachttijd en premiehoogte, om zo het draagvlak en de betalingsbereidheid te vergroten. Een nadeel is wel dat het introduceren van keuzes tot risicoselectie en dus tot een hogere kostendekkende premie kan leiden.

## Draagvlak verzekering in Pensioenakkoord

De voorgestelde aov uit het Pensioenakkoord heeft een uitkeringshoogte op maximaal minimumloonniveau (maximaal 1.650 euro bruto per maand) tot aan de AOW-leeftijd. De standaardwachttijd is 12 maanden, maar zzp'ers hebben de keuze om deze te verkorten tot 6 maanden (tegen een hogere premie), of juist te verlengen tot 24 maanden (tegen een lagere premie). De kostendekkende premie hiervoor is nog niet exact vast te stellen, omdat dit mede afhangt van de gemiddelde verzuimkans en -duur van zzp'ers. De Stichting van de Arbeid (2020) gaat echter uit van een inkomensafhankelijke premie van gemiddeld circa acht procent van het gemiddelde bruto-maandinkomen.

Om te zien wat het draagvlak en de betalingsbereidheid onder zzp'ers voor de verplichte aov uit het Pensioen-

akkoord is, zijn er nadere analyses uitgevoerd aan de hand van de geschatte voorkeursparameters voor zzp'ers die momenteel geen aov hebben afgesloten.

Figuur 2 laat de betalingsbereidheid van zzp'ers zien voor de drie mogelijke aov's met verschillende premiehoogtes ten opzichte van geen aov. Bij een premie tussen de vijf en tien procent van het maandinkomen is dertig tot vijftig procent van de zzp'ers bereid om de aov met een standaardwachtijd van twaalf maanden af te sluiten. Bij een wachtijd van 24 maanden daalt dit aandeel naar twintig tot dertig procent, en bij een wachtijd van zes maanden stijgt dit aandeel naar circa veertig tot zestig procent van de zzp'ers.

Door de verschillende keuzemogelijkheden voor de wachtijd samen te beschouwen wordt er inzicht verkregen in de verwachte 'marktaandeel' voor de aov's (figuur 3). Hierbij is een premie gehanteerd van acht procent voor de standaardwachtijd, en is deze 1,5 procentpunt lager of hoger verondersteld voor een langere of kortere wachtijd.

In een situatie waarin zzp'ers alleen de keuze hebben tussen een aov met de standaardwachtijd of geen aov (opt-out), sluit een derde van de zzp'ers de aov af en kiest twee derde voor een opt-out. Als zzp'ers ook de mogelijkheid krijgen om te kiezen voor een aov met een kortere of langere wachtijd, sluit bijna zestig procent van de zzp'ers een aov af en kiest ruim veertig procent voor een opt-out.

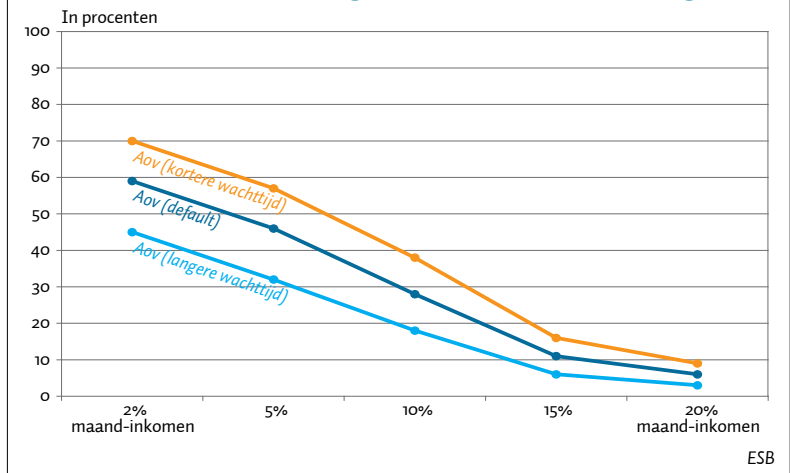
Uit het keuze-experiment blijkt dat de groep zzp'ers die in de meeste of alle gevallen voor een opt-out kiest, aan geeft voldoende alternatieve voorzieningen en/of een gunstig risicoprofiel te hebben, waardoor de kans groot is dat de kostendekkende premie voor de alternatieve aov's hoger uitvalt. Hierdoor zullen er alsnog extra zzp'ers zich niet verzekeren en voor een opt-out kiezen (*adverse selection*).

Een verplichting kan een oplossing zijn voor deze averechtse selectie. Bij een verplichte verzekering met keuzevrijheid ten aanzien van de wachtijd zijn alle zzp'ers vanzelfsprekend verzekerd. Naar verwachting zullen de zzp'ers die anders voor de opt-out zouden kiezen, nu de verzekering met de laagste premie en langste wachtijd kiezen. Een kanttekening hierbij is dat als de premie hoger of lager uitvalt, de verwachte marktaandelen ook veranderen. Daarnaast spelen in de praktijk mogelijk gedragseffecten als een *default bias* een rol, waardoor zzp'ers kiezen voor een opt-out of minder snel afwijken van het standaardpakket.

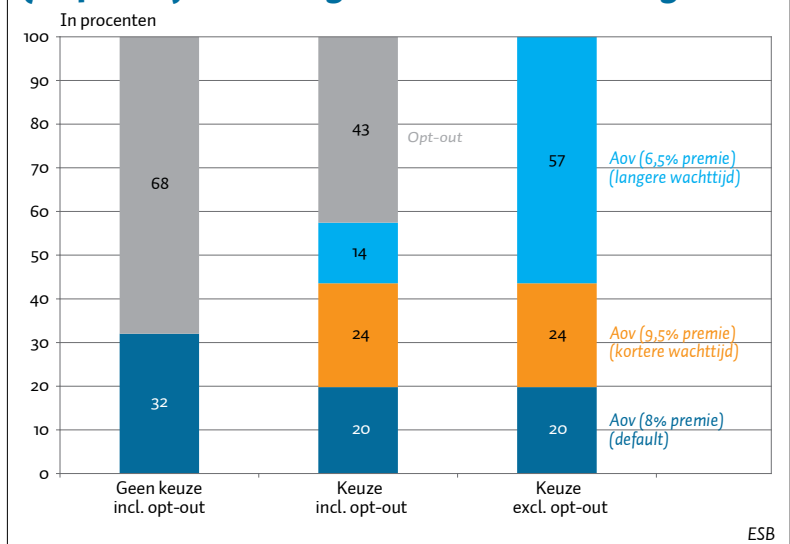
## Conclusie

Een deel van de zzp'ers is bereid zich te verzekeren tegen arbeidsongeschiktheid. Deze bereidheid neemt relatief sterk af met wachtijd en premiehoogte van de aov, welke samenhangen met de achtergrondkenmerken van zzp'ers. Zo geven zzp'ers aan de bovenkant van de arbeidsmarkt vaker aan over voldoende alternatieve voorzieningen te beschikken, terwijl zzp'ers aan de onderkant van de arbeidsmarkt de premie al snel te duur vinden. Een verplichte aov voor zzp'ers die keuzevrijheid biedt in de verzekeringsvoorwaarden en daardoor de premiehoogte vergroot het draagvlak en lijkt de meeste kans van slagen te hebben. De volgende stap is om uit te zoeken hoe deze markt kan worden vormgegeven, publiek of privaat, en hoe de uitvoerbaarheid van de verzekeringen gestalte zou moeten krijgen.

**De betalingsbereidheid van zzp'ers voor verschillende arbeidsongeschiktheidsverzekeringen** FIGUUR 2



**Het verwachte marktaandeel voor verschillende (verplichte) arbeidsongeschiktheidsverzekeringen** FIGUUR 3



## Literatuur

- Berkhout, E. en R. Euwals (2016) *Zelfstandigen en arbeidsongeschiktheid*. CPB Policy Brief, 2016/11.
- CBS (2019a) *Inkomensverzekeringen zelfstandigen, 2011–2017*. Tabellen, 15 mei.
- CBS (2019b) *4 op 10 zzp'ers geen voorziening arbeidsongeschiktheid*. Publicatie, 4 juli.
- CBS (2020) *Zelfstandigen met arbeidsongeschiktheidsverzekering*. Tabellen, 27 november.
- Commissie Regulering van Werk (2020) *In wat voor land willen wij werken? Naar een nieuw ontwerp voor de regulering van werk*. Rapport, 23 januari. Te vinden op [www.rijksoverheid.nl](http://www.rijksoverheid.nl).
- Johnson, F.R., E. Lancsar, D. Marshall et al. (2013) Constructing experimental designs for discrete-choice experiments: report of the ISPOR Conjoint Analysis Experimental Design Good Research Practices Task Force. *Value in Health*, 16(1), 3–13.
- Koolmees, W. (2020) *Uitwerking Pensioenakkoord*. Kamerbrief Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid, 6 juli.
- Stichting van de Arbeid (2020) *Keuze voor zekerheid: zelfstandigen standaard verzekerd tegen langdurig inkomensverlies door arbeidsongeschiktheid*. Stichting van de Arbeid, 3 maart. Voorstel te vinden op [www.stvda.nl](http://www.stvda.nl).
- Train, K.E. (2009) *Discrete choice methods with simulation*. Cambridge, VK: Cambridge University Press.
- UWV (2019) *Gedifferentieerde premies WGA en Ziektewet 2020*.



## Bij een oververhitte markt verhuizen kopers verder weg

De Nederlandse woningmarkt is in 2021 krappert dan ooit. Een koper kon in het eerste kwartaal gemiddeld uit minder dan twee woningen kiezen, zo toont de NVM-krapte-indicator. Deze krachte leidt tot sterk stijgende prijzen (oververhitting) en tot een grotere gemiddelde verhuysafstand.

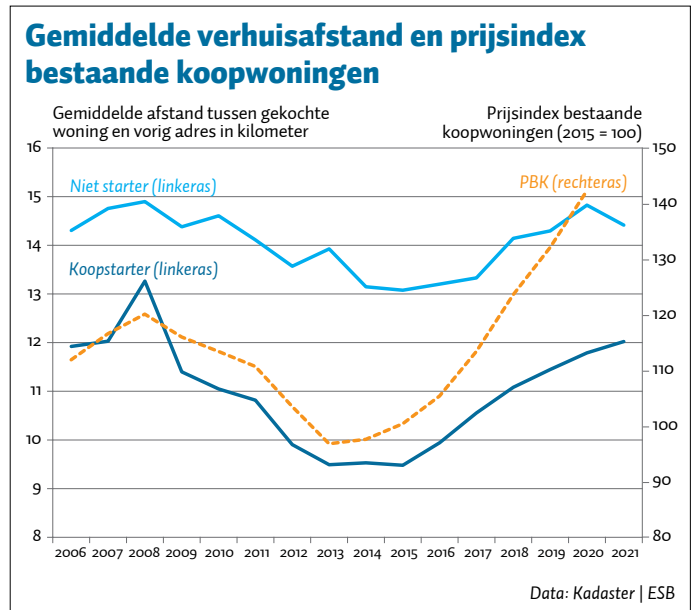
Hoe sneller de woningprijzen stijgen, hoe verder weg van de vorige woning men een nieuwe woning koopt (figuur). Sinds het derde kwartaal van 2013 stijgt de woningprijs ieder kwartaal weer. Ook neemt de gemiddelde afstand tussen de gekochte woning en het vorige woonadres toe. Koopstarters verhuizen nu gemiddeld 12 kilometer verderop en niet-starters gemiddeld iets meer dan 14 kilometer. Voor de kredietcrisis nam de verhuysafstand ook al toe. Bij een neergaande markt is het precies andersom: hoe sneller de woningprijzen dalen, hoe kleiner de verhuysafstand wordt.

Vooraf koopstarters worden in hun gemiddelde verhuysafstand beïnvloed door de koopwoningmarkt. Zij verhuizen doorgaans minder ver van hun vorige woonadres dan doorstromers, maar hun verhuysafstand neemt het sterkst toe bij stijgende woningprijzen. Tussen 2013 en 2021 nam de gemiddelde verhuysafstand van koopstarters toe met 27 procent, terwijl die van doorstromers met 3 procent toenam. Koopstarters hebben vaak minder financiële middelen dan doorstromers, en zullen daarom vaker concessies moeten doen op een oververhitte woningmarkt. Verder weg kopen is zo'n concessie.

Tijdens de kredietcrisis was het voor koopstarters financieel beter mogelijk om hun woonwensen in de buurt te realiseren. Bovendien was er toen

ook meer aanbod: de krachte-indicator lag in het eerste kwartaal van 2013 op 29,5. Bij een krachte-indicator van 10 of hoger hebben kopers meer kansen dan verkopers.

• Lianne Hans (Kadaster)



## Omvang van overige financiële instellingen groeit, met risico's

Nederland huisvest diverse *overige financiële instellingen* (OFI's), zoals beleggings- en geldmarktfondsen, buitenbalansvehikels en alternatieve kredietverleners. Sinds de financiële crisis is hun omvang sterk gegroeid, zowel absoluut als in verhouding tot de Nederlandse banken. De financiële activa van deze instellingen groeiden volgens de *Financial Stability Board* van 3,2 biljoen euro eind 2008 naar 5,8 biljoen eind 2019 (+81 procent), ofwel circa acht keer het Nederlandse bbp in 2019 (gehele eurozone: 2,8 keer). Hun financiële activa omvatte eind 2019 ruim de helft (56 procent) van alle financiële activa in Nederland.

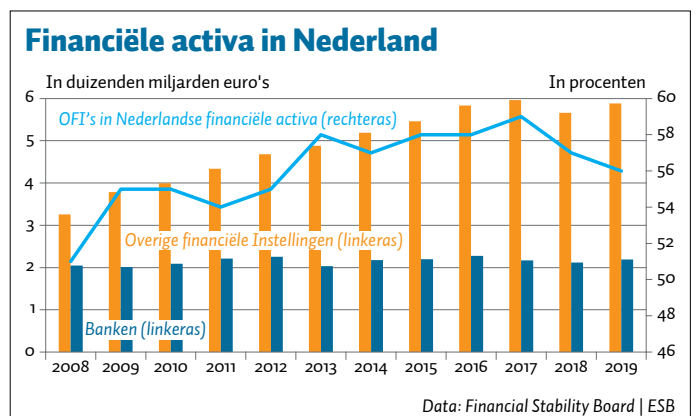
OFI's brengen risico's met zich mee voor het financiële systeem. Ten eerste worden er door OFI's langlopende beleggingen aangehouden, soms met instabiele financieringsmixen tegen korte looptijden. Partijen kunnen investeringen uit deze fondsen of vehikels terugtrekken, en hen daardoor dwingen deze beleggingen te liquideren. Gebeurt dat op grote schaal dan kan dat neerwaartse prijsontwikkelingen van financiële titels versterken. Een tweede risico betreft (her)financiering: banken die financiering willen ophalen voor bijvoorbeeld gesecuriteerde leningen kunnen bot vangen indien OFI's deze titels massaal verkopen. Banken kunnen zich bij financieringstekorten nog wenden tot centrale banken, maar OFI's niet – waardoor die kwetsbaar blijven.

Het analyseren van deze risico's wordt beperkt omdat er veelal slechts op een hoog aggregatieniveau zicht is op onderlinge verwevenheden tussen (overige) financiële instellingen. Een risico van andere aard houdt verband met het groeiende marktaandeel van alternatieve (zakelijke) kredietverleners, zoals de Autoriteit Financiële Markten recent constateerde.

Mede door innovaties en streng toezicht op banken kunnen er alternatieve kredietverstrekkers opkomen die minder prudent opereren, maar juist door het ontbreken van toezicht is er een beperkt zicht op de precieze omvang van deze groep.

Gezamenlijk hangen de bovenstaande risico's nauw samen met de mate van integratie van de OFI's in het financiële systeem en met hun rol bij de kredietverlening. Het is dus zaak om de onderlinge (kwetsbare) relaties tussen instellingen frequent en fijnmazig in kaart te brengen, om een beter zicht te krijgen op de alternatieve kredietaanbieders en op basis van de inzichten de voors en tegens van (toezichts)maatregelen te wegen.

• Sander Lammers (CPB)





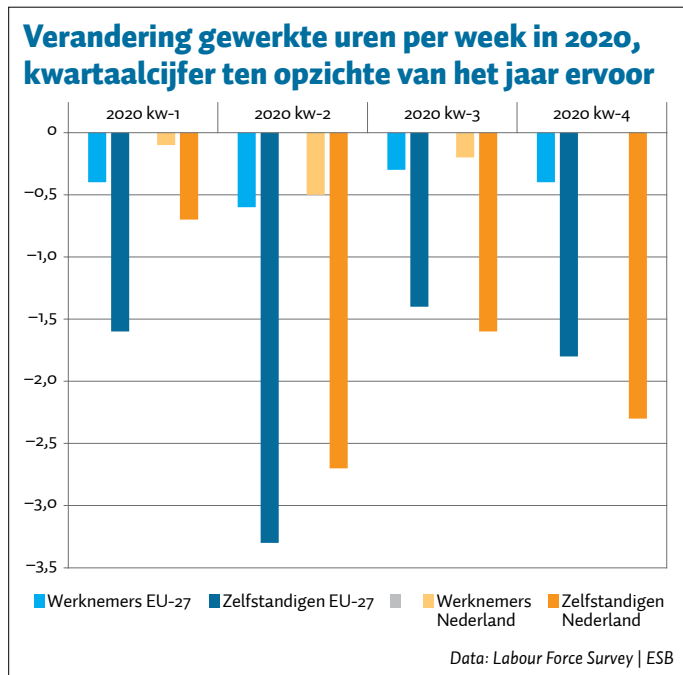
## Verlies in gewerkte uren zelfstandigen nagenoeg op EU-gemiddelde

Tijdens de coronalockdowns moesten veel werkenden gedwongen thuisblijven. Een deel van hen werkte niet of minder, maar werknemers konden vaak wel hun werk behouden aangezien werkge-

vers financieel gecompenseerd werden door de overheid. Bij zelfstandigen was de afname in gewerkte uren in 2020 (-1,9 uur) groter dan bij werknemers (-0,4 uur) (figuur). Daarmee wijken de cijfers voor Nederland nauwelijks af van het EU-gemiddelde (-1,9 en -0,2 uur).

Onder de zelfstandigen hebben de administratieve beroepen in Nederland evenals in de EU als geheel relatief veel uren ingeboet (-3,5 uur). In de EU was de daling alleen iets groter bij beroepen waarbij er machines en installaties bediend moeten worden, en bij assembleurs (-3,6 uur). Voor de overigen die hun beroepen zelfstandig uitoefenden, daalde het aantal gewerkte uren in Nederland en, ook in de EU als geheel, met een à twee uur. Daarbij gaat het om zelfstandigen werkzaam in de beroepsgroepen 'managers', 'ambachtslieden', 'dienstverlenend personeel', 'elementaire beroepen', 'geschoolde landbouwers, bosbouwers en vissers', 'leidinggevend', 'technici en vakspecialisten' en 'intellectuele, wetenschappelijke en artistieke beroepen'.

De daling in gewerkte uren in 2020 was, in zowel Nederland als de EU als geheel, het grootst in het tweede kwartaal (vergeleken met het tweede kwartaal in 2019). Zowel voor zelfstandigen als werknemers in Nederland was toen de afname wel minder dan in de EU. In het derde en vierde kwartaal was het aantal gewerkte uren nog steeds lager dan een jaar eerder, maar voor Nederland en de EU trok het verlies in uren wel wat bij. Bij zelfstandigen in Nederland was de daling in het derde en vierde kwartaal juist wat sterker dan in de EU. De verandering van het aantal gewerkte uren, zoals berekend in de Nationale Rekeningen, geeft hetzelfde beeld te zien. ■ **Harry Bierings** (CBS)



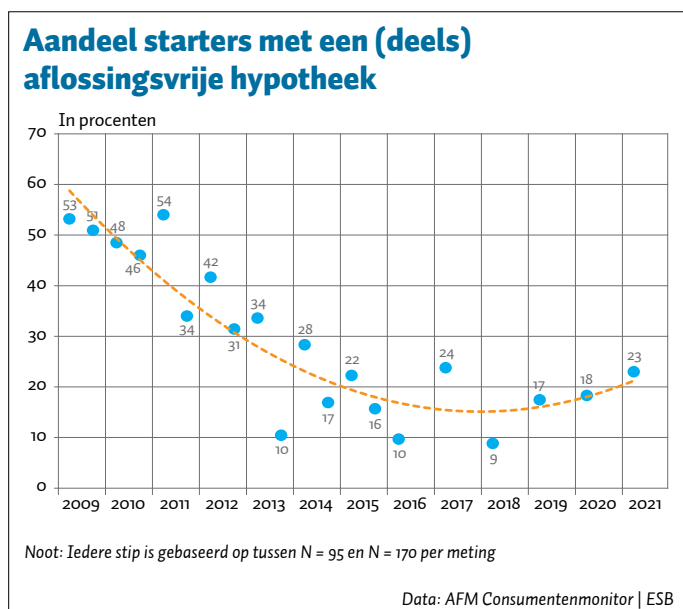
## Trendbreuk aandeel aflossingsvrije hypotheek onder koopstarters

Vanaf 2013 geldt de hypotheekrenteaftrek alleen voor hypotheekvormen waarbij er contractueel wordt afgelost, zoals bij lineaire of annuïtaire aflossingsvormen. Hierdoor kunnen kopers op de woningmarkt, waaronder koopstarters, vanaf dat moment de rente van hun aflossingsvrije hypotheek niet meer aftrekken in de belastingaangifte.

De (half)jaarlijkse metingen van de AFM Consumentenmonitor laten sinds 2009 een afnemend aantal starters met een (deels) aflossingsvrije hypotheek zien (figuur). Terwijl in 2009–2011 ongeveer de helft van de starters een aflossingsvrije hypotheek had, daalde dat in 2016 naar een op de tien.

De afgelopen jaren lijken aflossingsvrije hypotheek echter weer meer in trek te zijn onder koopstarters en is er een lichte opwaartse trend zichtbaar. In de meest recente meting van april 2021 stelt 23 procent van de starters dat minstens een leningdeel van hun hypotheek aflossingsvrij is. Het *Hypotheek Data Netwerk* (HDN) heeft data van grofweg negentig procent van alle hypotheekaanvragen. Deze data staven de uitkomsten van de Consumentenmonitor. Volgens de HDN-data is het aandeel starters met een aflossingsvrij leningdeel in 2019 15,7 procent en in 2020 18,1 procent. Dit betreft (in absolute aantallen) respectievelijk 19.433 en 25.855 koopstarters met een deels aflossingsvrije hypotheek. In het eerste kwartaal van 2021 heeft 20,1 procent van de koopstarters een deels aflossingsvrije hypotheek afgesloten. Die cijfers liggen dicht bij de cijfers van de Consumentenmonitor: zeventien procent in de meting van april 2019, achttien procent in de meting van april 2020, en 23 procent in de meting uit het eerste kwartaal van 2021.

Met de Consumentenmonitor doet de AFM periodiek onderzoek onder recente hypotheeksluiters – consumenten die in de zes maanden voor de meting een hypotheek afsloten. Deze enquêtedata gaat verder terug dan de openbare administratieve data van HDN, uitgesplitst naar de subgroep koopstarters. ■ **Wilte Zijlstra en Tomas Bolscher** (AFM)



# Tijd voor inhaalgroei

Nu de meeste Nederlanders een eerste prik hebben gehad, ziet de zomer er zonnig uit. Wellicht is er met de deltavariant nog wel een wolkje aan de horizon, maar als er stevig doorgeprikt wordt, zullen de ziekenhuizen niet nog eens volstromen. Met spierpijn in de bovenarm pakken we onze agenda om de coronacrisisschade ongedaan te maken. Doet u mee?



Bij RTL Nieuws lanceerde Oskar Barendse van de bank Knab al een eerste plan. De horeca kampt met een belastingschuld van 943 miljoen euro, en wij kunnen die liquideren. Bij een prijs van drie euro per biertje en een winst van dertig cent zijn dat 223 biertjes per volwassen Nederlander (RTL Nieuws, 2021). Die 223 biertjes komen bovenop wat er in een normale zomer wordt besteld. Gelukkig is er ook in de alcoholvrije variant steeds meer keuze.

Een goed feest helpt om de drankconsumptie op te krikken – bovendien helpt de evenementensector graag. En er zijn aanleidingen genoeg. Volgens het CBS (2021a) waren er in 2020 bijna 13.000 minder huwelijken dan gebruikelijk. Die zullen ingehaald gaan worden. Trouwen in een klein gezelschap mag dan romantisch zijn, maar liever pakken we groots uit met een toplocatie en internationale gasten. Steeds meer landen op de coronakaart springen op groen, en zijn dus welkom in Nederland. Worden al die gasten door de KLM gebracht, tegen een gemiddelde ticketprijs van 400 euro en met een *gross operating margin* van dertig procent (cijfers 2019), dan hoeven er maar 12,5 miljoen uitnodigingen uit om de KLM-verliezen van 2020 goed te maken (KLM, 2021). Dat zijn zo'n 960 mensen per bruiloft.



Met zo veel gasten wordt het feestje erg gezellig, hoewel misschien niet voor de burens. En die hebben het al zo zwaar te verduren gehad. Met die gesloten kroegen en discotheken sloeg men thuis of in de parken aan het dansen – in 2020 waren er ongeveer 140.000 klachten meer over geluidsoverlast dan in 2019 (CBS, 2021b). De oplossing is gelukkig simpel, namelijk een *silent disco*.



Het is cruciaal dat u, de *ESB*-lezer, meedoet. Tezamen hebben alle Nederlanders in 2020, al dan niet gedwongen, 42 miljard euro meer gespaard, maar die besparingen zijn nogal ongelijk verdeeld (DNB, 2021). Mensen met vaste banen zagen hun spaarrekening nog fors groeien. En dat zijn natuurlijk allemaal *ESB*-lezers.

En kijk nu niet naar de overheid. De steunmaatregelen van de overheid compenseren maar een deel van de verliezen en moeten voor een derde worden terugbetaald, zo blijkt uit voorlopige berekeningen van het Ministerie van Financiën (Schellekens et al., 2021).

Pas als u het breed laat hangen, komen de grote verliezers van deze crisis, de horeca, de evenementenbranche en de reissector er weer bovenop. Het wordt een mooie zomer.

**THIJS BUSSCHOTS**  
Redactiemedewerker

**JASPER LUKKEZEN**  
Hoofdredacteur

## Literatuur

CBS (2021a) *Welvaart in coronatijd: Samenleving*.  
CBS (2021b) *Welvaart in coronatijd: Veiligheid*.  
DNB (2021) *Huishoudens brengen exceptioneel veel geld onder bij banken in 2020*, 29 januari. Statistiek te vinden op [dnb.nl](http://dnb.nl).  
KLM (2021) *Annual report 2020*. Te vinden op [www.klm.com](http://www.klm.com).  
RTL Nieuws (2021) *Horeca uit de schulden helpen? Dan moet iedereen 223 biertjes drinken*. Schellekens M., A.L. Cossen en R. 't Jong (2021) *Coronasteun stabiliseerde de economie, maar was ook ruim*. *ESB*, 106(4799), 309-311.

## Colofon

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

### Redactie

Jasper Lukkezen (hoofdredacteur),  
Robert Kleinknecht, Yrla van de Ven,  
Daan de Leeuw, Bjorn Lous en Elisa de Weerd  
Redactiemedewerkers:  
Thijs Busschots en Erik van de Winkel

Tekstredactie: De Twee Hanen v.o.f.  
Vormgeving: Jacques van Schie  
Uitgever: Mariska van der Westren

### 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 Staatshuishoudkunde is houder van de merknaam ESB  
Afbeeldingen: Roger Klaassen; iStock / Lekkyjustdoit,  
Redlinevector, TasfotoNL, LSOphoto, Inside Creative

House, Kaycco, Tas3, sesame, kid-a, bsd555, Oleksii Liskoni, mdesignn25, shintako, bombuscreative.

### 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 Thomas Timmermans,  
[thomas.timmermans@fdmediagroep.nl](mailto:thomas.timmermans@fdmediagroep.nl)  
020 592 8636

### 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:**  
26 aug, 16 sept., 14 okt.,  
18 nov., 23 dec.



# Key facts

# Compelling stories

# Fresh insights



A new, weekly newsletter to help you navigate  
the fast developing world of impact investing.  
In English. On a weekly basis. For free.

*impact*Investor

Interested? Scan the QR code and sign up





Meer dan 11.000 economen  
ontvangen onze wekelijkse nieuwsbrief  
[www.esb.nu/aanmelden](http://www.esb.nu/aanmelden)