

Volatiliteit Nederlandse economie nader bezien



Verkenning Volatiliteit Nederlandse economie nader bezien

Uitgebracht aan de ministers van Algemene Zaken, Sociale Zaken en Werkgelegenheid,
Economische Zaken en Klimaat, Financiën, en Infrastructuur en Waterstaat

Deze publicatie betreft de 'ministersversie' van de verkenning, vooruitlopend op
de officiële SER-uitgave.

Verkenning: Volatiliteit Nederlandse economie nader bezien

Inhoud

1.	Inleiding	2
2.	Macro-economische volatiliteit, de analyse van 2013.....	3
2.1	Volatiliteit door wisselwerking tussen sectoren	3
2.2	Macro-economische analyse en de menselijke maat	3
2.3	Woningmarkt in 2013	4
2.4	Bankwezen en financiering in 2013.....	4
2.5	Pensioenen in 2013	5
3.	Wat is er met de aanbevelingen van 2013 gebeurd?.....	7
3.1	Aanbeveling macro-prudentieel toezicht en anticyclisch beleid	7
3.2	Aanbevelingen woningmarkt.....	10
3.2.1	Stabielere financiering van hypotheeklen	10
3.2.2	Verlaging van LTV-ratio's	11
3.2.3	Een goed functionerende huurmarkt	12
3.2.4	Een oplossing voor probleemhypotheeklen	12
3.2.5	Conclusies aanbevelingen woningmarkt.....	13
3.3	Aanbevelingen financiële sector	14
3.3.1	Meer inzicht en zekerheid voor beleggers in Nederlandse hypotheeklen	14
3.3.2	Verdere ruimte voor financiering van het mkb.....	14
3.3.3	Conclusies aanbevelingen financiële sector	16
3.4	Aanbevelingen pensioenen	16
3.4.1	Minder fluctuaties door overgang naar nieuw pensioencontract	16
3.4.2	Pensioencontract is eerlijk en transparant tussen generaties	17
3.4.3	Goede balans tussen omslag en kapitaaldekking.....	18
3.4.4	Verleid institutionele beleggers om meer in Nederland te beleggen.....	18
3.4.5	Conclusies aanbevelingen pensioenen	19
4.	Volatilitetsrisico's in 2019	20
4.1	Externe omgeving: meer onzekerheid leidt tot meer volatiliteit?	20
4.2	Europese integratie en volatiliteit Nederlandse economie	20
4.3	Lange balansen, lage financiële buffers	22
4.4	Besteedbaar inkomen en volatiliteit consumptie	24
4.4.1	Besteedbaar inkomen blijft achter bij groei bbp	24
4.4.2	Besteedbaar inkomen en achtergebleven loonontwikkeling.....	26
4.4.3	Besteedbaar inkomen en hogere (collectieve) lasten	28
4.4.4	Loonontwikkeling en de trendmatige daling van de arbeidsproductiviteit	32
4.4.5	Herverdeling en belastingen op arbeid, consumptie, milieu en kapitaal	34
4.5	Volatiliteit en werking arbeidsmarkt	36
4.5.1	Loonvorming en volatiliteit economie	36
4.5.2	Flexibilisering arbeidsmarkt en volatiliteit binnenlandse bestedingen.....	39
4.5.3	Flexibilisering arbeidsmarkt dempt volatiliteit economie	41
4.5.4	Wie draagt de risico's van volatiliteit op de arbeidsmarkt?.....	44

4.6	Woningmarkt	47
4.6.1	Grote krapte op de woningmarkt	47
4.6.2	De woningmarkt versterkt de conjunctuurencyclus	48
4.6.3	Periode van hoogconjunctuur op de woningmarkt	50
4.7	Pensioenen	53
4.8	Bankwezen en financiering	58
4.8.1	Hervormingen op EU-niveau	58
4.8.2	Eigen vermogen Nederlandse banken	59
4.8.3	Financiering grote en kleine bedrijven	60
4.8.4	Financiering mkb	62
4.8.5	Mkb-bankfinanciering in Europees perspectief	68
4.8.6	Financieringsknelpunten en macro-economische volatiliteit?	72
4.9	Budgettair beleid	74
5.	Bevindingen	80
5.1	Algemene bevindingen	80
5.2	Bevindingen per domein	82
5.2.1	Externe omgeving	82
5.2.2	Lange balansen van huishoudens	83
5.2.3	Besteedbare inkomens	83
5.2.4	Arbeidsmarkt	85
5.2.5	Woningmarkt	86
5.2.6	Pensioenen	87
5.2.7	Financiering en het MKB	87
5.2.8	Budgettair beleid	89
5.3	Tot slot	89
	Bijlage: Samenstelling Commissie Sociaal Economische Aangelegenheden	92

1. Inleiding

In 2013 bracht de SER het rapport *Nederlandse economie in stabielere vaarwater* uit. Het gevoel was dat de Nederlandse economie volatieler was dan de ons omringende landen en dat instituties van binnenlandse makelij daar aan bijdroegen.

Paragraaf 2 geeft een overzicht van de analyse van 2013. Voor de duidelijkheid is deze tekst in de verleden tijd geschreven. Een tweede opmerking vooraf is dat de menselijke maat in de analyse van 2013 onderbelicht is gebleven.

Paragraaf 3 staat stil bij de aanbevelingen die in het rapport van 2013 zijn geformuleerd en bespreekt deze in het licht van de ontwikkelingen daarna.

Paragraaf 4 probeert een antwoord te geven op de vraag: zal de Nederlandse economie na 2019 minder last hebben van relatief grote conjuncturele pieken en dalen? En hoe zit het met de menselijke maat? Voor het beantwoorden van deze vraag spelen de gewijzigde externe omgeving en de Europese integratie een rol (paragrafen 4.1 en 4.2). Daarnaast is het goed om opnieuw de eerder geanalyseerde instituties van binnenlandse makelij langs te lopen. Het gaat dan om lange balansen in het algemeen, het besteedbare inkomen van huishoudens, de woningmarkt, pensioenen, alsmede bankwezen en financiering (paragrafen 4.3, 4.4, 4.6, 4.7 en 4.8).

De paragrafen 4.5 en 4.9 voegen twee beleidsterreinen toe die in 2013 onderbelicht zijn gebleven (werking arbeidsmarkt, budgettair beleid).

Paragraaf 5 besluit met de bevindingen.

2. Macro-economische volatiliteit, de analyse van 2013

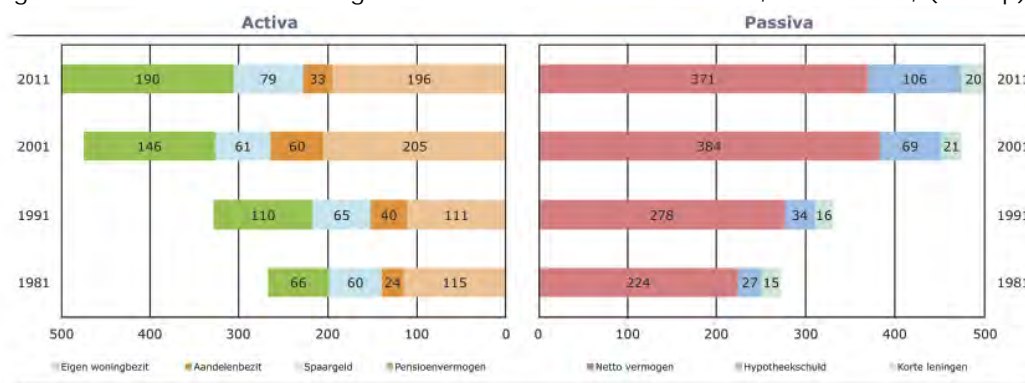
2.1 Volatiliteit door wisselwerking tussen sectoren

In 2013 vroeg de Commissie SEA zich af waarom de economische groei in Nederland achterbleef bij die in omringende landen. De aanhoudende recessie ging gepaard met een snel stijgende werkloosheid en met forse tegenvallers in de overheidsfinanciën. Het consumentenvertrouwen bevond zich op een historisch dieptepunt. Nederland leek gevangen in een negatieve spiraal van vertrouwensverlies, bestedingsuitval, economische stagnatie en oplopende werkloosheid.

Een belangrijke verklaring werd gevonden in de interactie tussen de reële economie en de financiële sector. Nederland had, veel meer dan in omringende landen, te maken met wisselwerkingen tussen de woningmarkt, het bankwezen en het pensioenstelsel. In goede tijden gaven deze wisselwerkingen de economie een extra stimulans. In slechte tijden werd de economie extra afgeremd. Op deze manier was de Nederlandse conjunctuurcyclus volatieler dan die in de ons omringende landen. Dat was het gevolg van afwijkende, zelfgekozen instituties.

De wisselwerking tussen de reële economie en de financiële sector werd in een oogopslag duidelijk gemaakt in figuur 1, afkomstig uit het SEA-rapport van 2013, over de lange balansen van Nederlandse huishoudens. Nederlandse huishoudens hadden naast grote spaarpotten ook hoge hypotheekschulden opgebouwd. Na saldering van bezittingen en schulden was sprake van een fors netto vermogen. De afzonderlijke balansposten waren echter heel groot ten opzichte van het bbp. Bij economische tegenwind kon dat macro-economische schokken veroorzaken en/of versterken.

Figuur 1 - Balans van bezittingen en schulden van huishoudens, 1981-2011, (% bbp)



Bron: DNB

Definitie volatiliteit

Het begrip volatiliteit is in 2013 niet scherp gedefinieerd. Het ging met name om de ten opzichte van andere EU-lidstaten diepere en langduriger recessie. In eerdere fasen was de Nederlandse economie juist harder gegroeid.

Volatiliteit wordt dus gezien in termen van relatief hoge conjuncturele pieken en dalen. Binnenlandse instituties (woningmarkt, pensioenen, bankwezen en financiering) kunnen in goede tijden de economische groei versnellen en in slechte tijden de recessie verdiepen.

2.2 Macro-economische analyse en de menselijke maat

Een volatiele economie werd niet gunstig geacht voor de maatschappelijke welvaart. In de opgaande fase was sprake van niet-duurzame economische groei. In de neergaande fase ging onnodig veel werkgelegenheid verloren.

De extra volatiliteit zou verder een groot beroep doen op de flexibiliteit en het aanpassingsvermogen van burgers en bedrijven. Burgers hadden meer onzekerheid over hun baan, hun inkomen en hun pensioen. Zij zouden bij verlies van vertrouwen eerder de hand op de knip houden. Bedrijven hadden meer onzekerheid over hun verdienmodel. Zo kwam een economische neergang - via vertrouwensverlies en bestedingsuitval - hard aan bij het op het binnenland gerichte MKB. Het SEA-rapport legde hier een verband tussen de volatiliteit van de economie en de toenemende flexibilisering van de arbeidsmarkt.

In de SEA-analyse van 2013 werd de menselijke maat (onzekerheid, vertrouwensverlies) wel aangestipt, maar niet uitgewerkt. De analyse bleef in hoge mate macro-economisch. Daarbij werd met name ingegaan op de verschillende sectoren die – in onderlinge wisselwerking – bijgedragen hadden aan de macro-economische volatiliteit van de Nederlandse economie. Deze sectoren komen in de hierna volgende paragrafen kort aan bod.

2.3 Woningmarkt in 2013

In 2013 constateerde de SER dat Nederland last had van een gebrekkig functionerende huurmarkt en hoge hypotheekschulden op de koopmarkt. Op de huurmarkt werd een flink aantal sociale huurwoningen beheerd door woningcorporaties; de commerciële huurmarkt was betrekkelijk klein.

Starters en middengroepen hadden geen goede toegang tot de huurmarkt. Starters hadden te maken met lange wachtlijsten voor een sociale huurwoning mede doordat beter verdienenden (scheefwoners) niet wilden of konden doorstromen. Middengroepen kwamen niet in aanmerking voor een sociale huurwoning maar vonden geen alternatief in het middensegment van de huurmarkt. Starters en middengroepen moesten dus kiezen tussen een dure huurwoning (vrije sector) of een koopwoning. Instituties als de hypotheekrenteaftrek en hoge loan-to-value ratio's maakten kopen dan relatief aantrekkelijk.

Dit model bleek kwetsbaar bij dalende huizenprijzen. Huishoudens met hoge loan-to-value ratios kwamen met hun hypotheek onder water te staan. Bij verkoop resulteerde een restschuld. Het gevolg was dat deze huishoudens klem kwamen te zitten, niet konden verhuizen en fors in hun uitgaven moesten snijden.

Een tweede gevolg was dat de waarde van het onderpand (de woning) lager uitviel dan de hypotheek. Dit verslechterde de kwaliteit van de bancaire kredietportefeuille en maakte het voor banken moeilijker en/of duurder om aan financiering te komen.

Voor het kleine mkb gold voorts dat de waarde van de woning vaak het belangrijkste onderpand was voor bancaire kredieten. Mede door de lagere woningwaardes werden banken terughoudender met mkb-financiering.

2.4 Bankwezen en financiering in 2013

In 2013 signaleerde de SER dat Nederlandse banken voor de financiering van hypotheek en het MKB mede afhankelijk waren van buitenlandse bronnen. Daarnaast was er geen evenwicht tussen de looptijden van bancaire financiering (funding) en bancaire kredietverlening. Tegenover relatief langlopende kredieten (hypotheek, mkb-financiering) stond funding met veel kortere looptijden. Dit stelde het Nederlandse bankwezen bloot aan relatief hoge herfinancieringsrisico's. Tijdens de eurocrisis bleek inderdaad dat korte termijn financiering ineens op kon drogen.

De afhankelijkheid van buitenlandse financiering hing samen met eerder genoemde instituties op de woningmarkt en bij pensioenen. Nederlandse huishoudens spaarden veel via hun pensioenfondsen. Dit verlaagde het beschikbaar inkomen en daarmee de ruimte voor vrije besparingen. Vrije besparingen werden verder niet fiscaal aangemoedigd, maar belast. Het gevolg was dat Nederlandse huishoudens relatief weinig vrije besparingen op de bank hadden staan.

Tegelijkertijd waren veel Nederlandse huishoudens aangewezen op kopen van woningen (in plaats van huren). Het gebrek aan vrije besparingen leidde tot internationaal gezien hoge loan-to-value ratio's. Huishoudens hadden immers te weinig ruimte (beschikbaar inkomen) en prikkels (spaargeld was belast) om een substantieel deel van de aankoopwaarde vooraf bij elkaar te sparen.

Het gevolg was dat Nederlandse banken de financiering voor hypotheekverstrekking deels uit het buitenland moesten halen. De te financieren hypotheeklen waren immers veel hoger dan de beschikbare binnenlandse deposito's. Daarnaast was er een relatief groot verschil in looptijd tussen de verstrekte hypotheeklen en de daarvoor noodzakelijke financiering. Nederlandse banken hadden dus te maken met een relatief groot herfinancieringsrisico. Dit maakte hen huiverig om hypotheekfinanciering op de oude voet voort te zetten.

In 2013 lagen banken ook onder het vergrootglas van toezichthouders, beleggers en instituten die de kredietwaardigheid van banken beoordeelden (rating agencies). Banken moesten hun eigen vermogen versterken. Onder de oude spelregels konden banken met weinig eigen vermogen veel hypotheeklen verstrekken omdat Nederlandse hypotheeklen betrekkelijk veilig waren. Onder de (aangekondigde) nieuwe spelregels zouden banken ten opzichte van deze hypotheeklen veel meer eigen vermogen moeten gaan aanhouden. Het versterken van het eigen vermogen in een neergaande economie was duur en niet altijd mogelijk. Een alternatief was het beperken van de uitstaande kredieten. Door hypotheek- en mkb-financiering te beperken, nam de verhouding tussen het eigen vermogen en de uitstaande kredieten ook toe.

In Nederland speelde in 2013 ook mee dat de vier grootste banken het leeuwendeel van de hypotheek- en mkb-financiering voor hun rekening namen. Deze banken wilden tegelijk hun balansposities versterken door hun balansen te verkleinen. Een manier was het niet verlengen van aflopende kredieten. Een tweede manier was het verhogen van de prijs van nieuwe kredieten; dat remde de kredietvraag af. Een derde manier was neen-verkoop. Normaliter zou een kredietaanvrager dan uit kunnen wijken naar een andere bank. Maar gedurende de bankencrisis was dit niet goed mogelijk. Ook buitenlandse banken zagen er geen heil in om hun kredietverlening in Nederland uit te breiden.

Het gevolg was dat de hypotheekrente in Nederland in 2013 bijna een procentpunt hoger lag dan de hypotheekrente in omringende eurolanden. Dat heeft in de recessie bijgedragen aan bestedingsuitval. Verder werden kredietaanvragen van het Nederlandse MKB relatief vaak afgewezen.

2.5 Pensioenen in 2013

Ten opzichte van omringende landen had Nederland een forse kapitaal gedekte pensioenpijler. In 2011 bedroegen onze pensioenbesparingen circa 190 procent van het bbp (figuur 1). Hierdoor waren pensioenfondsen steeds afhankelijker geworden van beleggingsopbrengsten. Bij tegenvallende dekkingsgraden moesten pensioenfondsen de premies verhogen en de indexering opschorten. Dit werkte procyclisch; bij economische tegenwind kwam het besteedbaar inkomen van huishoudens extra onder druk te staan.

In het pensioencontract van 2013 zat nog een tweede procyclisch element. Tegenover de activa van pensioenfondsen stonden pensioenverplichtingen. Deze pensioenverplichtingen werden gemeten (verdisconteerd) met de risicovrije rentevoet. Tijdens de recessie van 2008-2012 ging de risicovrije rente fors omlaag. Hierdoor namen de pensioenverplichtingen toe, terwijl de activa van pensioenfondsen onder druk stonden. Om het evenwicht tussen de activa en verplichtingen te herstellen (de dekkingsgraad), waren procyclische ingrepen nodig (premieverhoging, opschorting indexatie, korting van pensioenaanspraken).

Pensioenfondsen trokken Nederlandse besparingen aan en belegden die grotendeels in het buitenland. Dat was goed voor de risicospreiding. Door fiscale prikkels voor sparen en lenen hadden Nederlandse huishoudens relatief lage vrije besparingen op de bank staan, terwijl ze bij diezelfde banken om relatief hoge hypotheeklen vroegen. Dit droeg bij aan het eerder genoemde herfinancieringsrisico van Nederlandse banken.

3. Wat is er met de aanbevelingen van 2013 gebeurd?

In deze paragraaf worden de aanbevelingen van 2013 langsgelopen. Wat was de achtergrond van deze aanbevelingen? Wat is er met deze aanbevelingen gebeurd? Zijn de knelpunten die de aanbevelingen wilden adresseren opgelost?

3.1 Aanbeveling macro-prudentieel toezicht en anticyclisch beleid

Aanbeveling uit 2013

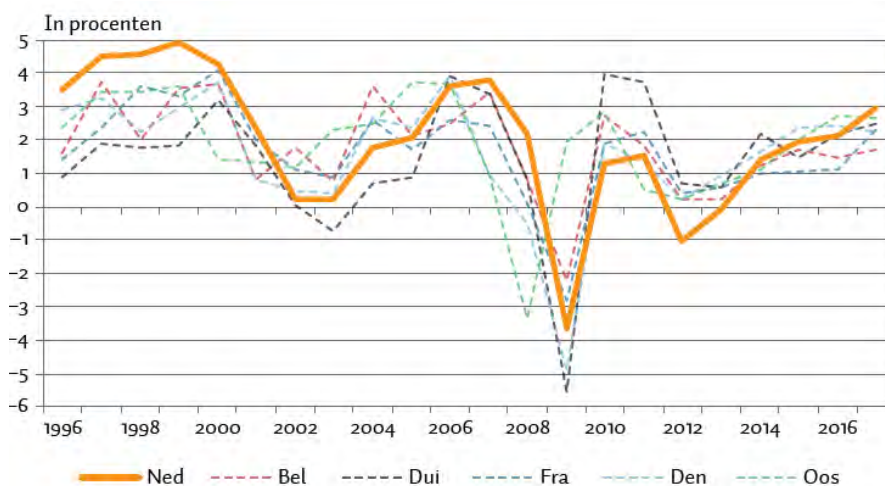
Bij het voorkomen van een volgende crisis hoort dat beleidsmakers in een volgende opgaande fase tijdig op de rem kunnen trappen teneinde oververhitting en/of het ontstaan van nieuwe zeepbellen te voorkomen. Het macro-prudentieel toezicht moet hier een belangrijke rol gaan spelen.

Achtergrond bij de aanbeveling

Het SER-rapport van 2013 signaleerde dat diepe conjuncturele dalen het spiegelbeeld waren van (te) hoge pieken in de daaraan voorafgaande hoogconjunctuur. Om onnodig diepe dalen te vermijden is het dus zaak om in een eerder stadium zeepbellen en oververhitting te voorkomen. Veel van de aanbevelingen op het gebied van de woningmarkt, de pensioenen en de financiële sector (paragrafen 3.2 t/m 3.4) zijn hierop gericht.

Een manier om macro-economische volatiliteit in beeld te brengen, is door de ontwikkeling van het bbp te volgen over een langere periode (figuur 2)¹.

Figuur 2 – Ontwikkeling bbp, verschillende landen, 1996-2017



Bron: Yannick Hemmerlé/ DNB

Uit figuur 2 blijkt de Nederland voor 2000 sneller groeide dan in de andere landen het geval was. Omgekeerd had Nederland relatief veel van de dubbele recessie in 2009 - 2013. Hierdoor heeft het conjuncturele herstel betrekkelijk lang op zich laten wachten.

De SEA-aanbeveling van 2013 is geformuleerd vanuit de wenselijkheid om onnodig diepe dalen te voorkomen. Het logische spiegelbeeld hiervan was het voorkomen van oververhitting en/of nieuwe zeepbellen gedurende de komende opgaande fase. Achteraf gezien was wellicht niet de diepte, maar de lengte van de recessie het grote probleem.

¹ Yannick Hemmerlé (2019), *Nederlandse economie volatieler dan van buurlanden*, ESB.

In dat geval is het voorkomen van volatiliteit wellicht minder belangrijk dan het bevorderen van macro-economische stabilisatie.

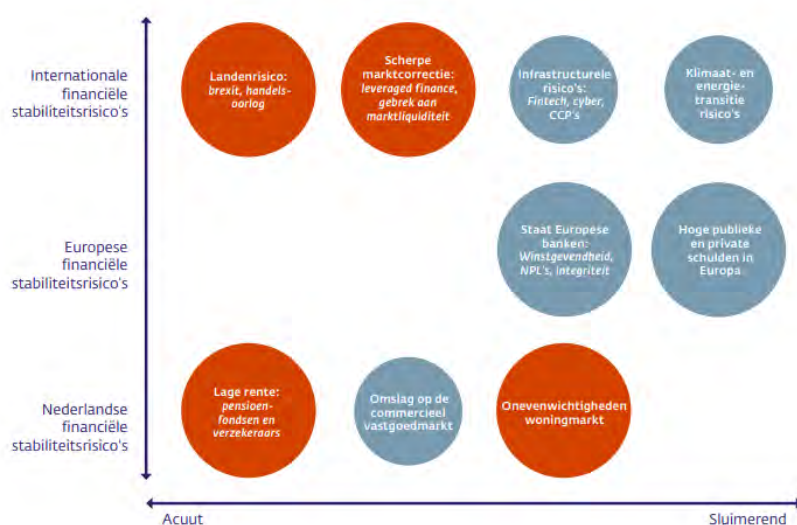
Ontwikkelingen na 2013

Sinds de recessie van 2008-2012 is er meer aandacht voor volatiliteitsrisico's als gevolg van macro-economische onevenwichtigheden. Dit speelt zowel in Nederland als in EU-verband. In Nederland schrijven CPB en DNB periodieke risicorapportages. Daarnaast is er het Financieel Stabiliteitscomité (FSC). In EU-verband is er de macro-economische onevenwichtigheden procedure.

Het FSC heeft tot taak risico's voor de financiële stabiliteit in Nederland te signaleren en daarover aanbevelingen te doen. In het comité bespreken vertegenwoordigers van DNB, AFM en het ministerie van Financiën ontwikkelingen op het gebied van de stabiliteit van het Nederlandse financiële stelsel. Het comité komt tenminste tweemaal per jaar bijeen onder voorzitterschap van de president van DNB. Recente adviezen van het FSC waarschuwen voor de risico's van oververhitting op de huizenmarkt en voor de risico's van een no-deal Brexit.

DNB publiceert twee keer per jaar het Overzicht Financiële Stabiliteit. Dit overzicht beschrijft systeemrisico's die het Nederlandse financiële stelsel en de reële economie kunnen ontwrichten. Een vast onderdeel van het overzicht is een risicokaart die een samenvatting geeft van de belangrijkste risico's. Figuur 3 is afkomstig van het Overzicht Financiële Stabiliteit (najaar 2019).

Figuur 3 – Risicokaart financiële stabiliteit



Bron: DNB

Sinds 2012 schrijft het CPB jaarlijks een risicorapportage financiële markten. Het doel is het informeren van het parlement over de belangrijkste risico's voor de stabiliteit van het financiële stelsel en vanuit het financiële stelsel voor de reële economie. Het CPB richt zich op risico's die zich de komende vijf jaar kunnen manifesteren en focust op de gevolgen voor Nederland. De laatste risicorapportage dateert van juni 2019.

In EU-verband is er de macro-economische onevenwichtigheden procedure. De procedure beoogt het voorkomen van excessieve macro-economische onevenwichtigheden in afzonderlijke EU-lidstaten. Sinds de eurocrisis wordt hiervoor een scorebord bijgehouden. Als macro-economische onevenwichtigheden in individuele landen excessief zijn en een gevaar vormen voor de stabiliteit van de eurozone, dan moeten lidstaten beleid voeren om deze onevenwichtigheden te adresseren. Traditionele

aandachtspunten voor Nederland zijn het hoge overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans en de hoge hypotheekschulden van huishoudens.

De Europese benadering staat evenwel meer in het teken van de stabiliteit van de eurozone dan van de volatiliteit van de Nederlandse economie. Zolang andere eurolanden er niet te veel last van hebben, staat het Nederland vrij om volatiliteitsbevorderende instituties in stand te houden.

Lage rente is een langjarig verschijnsel

Nieuwe volatiliteitsrisico's vloeien voort uit de sinds 2013 gedaalde risicovrije rentevoet. Het CPB ziet risico's als de rente laag blijft, maar ook als de rente te snel oploopt²:

De belangrijkste financiële risico's zijn nu rente- en schuldgerelateerd. Korte en langetermijnrentes in het eurogebied staan nog steeds op historisch lage niveaus. De verwachting is dat deze rentes de komende jaren langzaam zullen stijgen als gevolg van een breed gedragen economisch herstel. Of en hoe de rentestanden in werkelijkheid gaan stijgen valt te bezien. Zowel geen of beperkt als te snel stijgende rentes leveren problemen op; waarbij de gevolgen wel verschillen tussen partijen en landen.

In het geval van een langdurig lage rente is er kans op oververhitting van de Nederlandse economie en zullen de huizenprijzen almaar verder stijgen. Een lage rente betekent ook lage dekkingsgraden voor pensioenfondsen en beperkte winsten voor verzekeraars. Daarnaast maakt een verlengde periode van lage rentes het financiële systeem kwetsbaarder door stijgende schulden en de zoektocht naar rendement. Verder hebben overheden en banken in Zuid-Europa met een grote schuldenlast bij langdurige lage rentes minder prikkels voor structurele hervormingen. Tot slot is er bij de huidige lage rentestand weinig monetaire beleidsruimte op het moment dat er een nieuwe recessie ontstaat.

Een stijging van de rentes die niet in lijn is met macro-economische omstandigheden kan ook tot problemen leiden. De volatiliteit van de financiële markten neemt dan toe en aandelenprijzen dalen. In Nederland komt bijvoorbeeld de huizenmarkt onder druk te staan, al zijn de schuldenniveaus hier licht verbeterd ten opzichte van de vorige crisis. Internationaal zijn de schuldenniveaus bij bedrijven, overheden en huishoudens echter gestegen. Een scherpe stijging van de rente kan de houdbaarheid van deze schulden in landen als de VS en Italië doen afnemen. Weliswaar is de directe blootstelling van Nederland aan beide schulden beperkt, maar als een wereldwijde of Europese recessie ontstaat, gaat dit ook op ons grote impact hebben.

De lage (soms zelfs negatieve) risicovrije rente is een internationaal fenomeen. In de SEA-analyse van 2013 werd de lagere rentevoet nog toegescheven aan conjuncturele factoren. Na 2013 werd steeds duidelijker dat langjarige oorzaken in het geding zijn. Mede door demografische factoren is het wereldwijde aanbod van besparingen hoger dan de vraag. Het monetaire beleid van de ECB heeft hier maar weinig invloed op³.

Nieuw macroprudentieel en anticyclisch beleid

Sinds 2013 zijn er op verschillende beleidsterreinen stappen gezet om volatiliteit te voorkomen danwel om macrostabiliserend beleid te voeren. Om financiële kwetsbaarheden te voorkomen, zijn verschillende hervormingen doorgevoerd bij de financiering van hypotheeklen. Dit komt in de paragrafen 3.2 en 3.3 aan de orde. Om de conjunctuurbeweging te dempen, is er meer aandacht voor macrostabiliserend budgettair beleid. paragraaf 4.9 gaat hier nader op in.

² CPB (2018), *Risicorapportage Financiële Markten 2018*.

³ Lage rente is het nieuwe normaal, *FD*, 4 mei 2019.

3.2 Aanbevelingen woningmarkt

3.2.1 Stabielere financiering van hypotheke

Aanbeveling van 2013

Gelet op de doorgaans lange looptijden van hypotheke is het van belang daarvoor meer lange termijn financiering aan te trekken. Daarmee ontstaat meer stabiliteit en zekerheid voor huishoudens, banken en financiers.

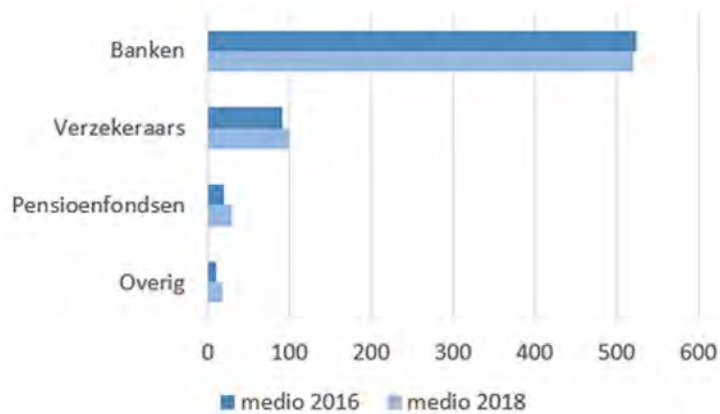
Achtergrond bij de aanbeveling

De aanbeveling vroeg aandacht voor het verschil in looptijd van hypotheke en van hypotheekfinanciering. Hypotheke hebben relatief lange looptijden, vaak van 10 of 20 jaar. Als banken voor de financiering van deze hypotheke te veel gebruik moeten maken van korte termijn financiering, dan kan dat aanleiding geven tot herfinancieringsrisico's. In een financiële crisis kan het immers voorkomen dat korte termijn financiering opeens opdroogt of alleen tegen bijzonder hoge kosten beschikbaar blijft.

Ontwikkelingen na 2013

Na 2013 zijn institutionele beleggers (verzekeraars, pensioenfondsen, beleggingsinstellingen) veel actiever geworden op de markt voor hypotheekverstrekking. Tussen 2013 en 2018 namen de uitzettingen van institutionele beleggers met 80 procent toe⁴. Halverwege 2018 ging het om een bedrag van 146 miljard euro, ofwel circa 22 procent van de uitstaande hypothecaire kredieten (figuur 4). Het marktaandeel van institutionele beleggers bij nieuwe hypotheekkredieten bedraagt circa een derde.

Figuur 4 - Uitstaand hypothecair krediet naar sector



Bron: DNB

Institutionele beleggers hebben langetermijn verplichtingen en zijn daardoor goed in staat om voor de lange termijn te beleggen. Hierdoor is er een stabiel evenwicht ontstaan tussen vraag en aanbod van langetermijn hypotheekfinanciering.

Een tweede ontwikkeling is dat banken vanuit de Bazel 3 regelgeving verplicht zijn om de looptijden van kredietverlening en financiering beter op elkaar af te stemmen. De relevante indicator staat bekend als de Net Stable Funding Ratio (NSFR) en is sinds 1 januari 2018 van kracht.

⁴ DNBulletin: Marktaandeel banken in verstrekking hypotheke stabiliseert, 31 januari 2019.

3.2.2 Verlaging van LTV-ratio's

Aanbeveling van 2013

Verlaging van LTV-ratio's, zodat er een buffer is voor het opvangen van huizenprijzdalingen. Voor nieuwe hypotheekleningen is in de afgelopen jaren een eerste stap gemaakt. Uiteindelijk is een verdere daling van LTV's onontkoombaar, maar de timing hiervan luistert gezien de recessie nauw. Een daling van LTV's vergt ook meer mogelijkheden om te sparen voor een eigen woning.

Achtergrond bij de aanbeveling

Tijdens de financiële crisis daalden in veel gebieden de huizenprijzen flink. Hierdoor kwamen veel huizen onder water te staan. Bij verkoop kon dat resulteren in grote restschulden. Om het risico hierop in de toekomst te verkleinen kunnen lagere LTV's uitkomst bieden. Overigens heeft het probleem van restschulden zich niet in grote getale gemanifesteerd. Bij een kleine groep huishoudens heeft het wel voor aanzienlijke problemen gezorgd.

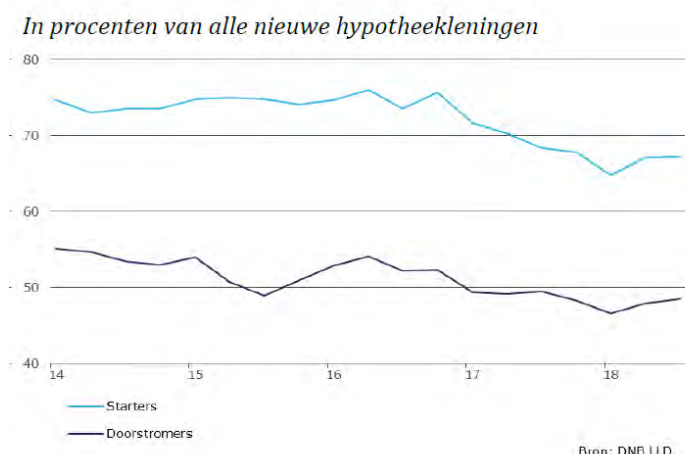
Ontwikkelingen na 2013

In de afgelopen 5 jaren vertoont de loan-to-value ratio een dalende trend. De gemiddelde loan-to-value ratio voor nieuwe hypotheekleningen van huishoudens tot 35 jaar (met name starters) is in de afgelopen jaren afgenomen van 96% naar 90%. Dit is hoofdzakelijk het gevolg van strengere loan-to-value en loan-to-income ratio's bij het verstrekken van hypotheekleningen.

De stapsgewijze verlaging van de LTV-limiet bij aanvang leidt tot lagere LTV-ratio's (zie figuur 5). Daarnaast geldt per 1 januari 2013 de regeling dat, om voor hypotheekrenteaftrek in aanmerking te komen, op nieuwe hypotheekleningen moet worden afgelost.

De aangescherpte fiscale regels stimuleren tot aflossing op de eigenwoningschuld. Deze recente beleidsmaatregelen leiden tot lagere loan-to-value ratio's en zetten daarmee gelijk een rem op de volatiliteit. Vrijwillige aflossingen op bestaande hypotheekleningen en een toename van annuïtaire hypotheekleningen ten koste van aflossingsvrije hypotheekleningen zorgen eveneens voor een afname van de volatiliteit.

Figuur 5 - Nieuwe leningen met loan-to-value boven 90%



Daarnaast zijn nog verdere stappen gezet om de loan-to-value ratio te verkleinen. Zo is de maximaal aftrekbare hypotheekschuld voor hypotheekleningen per 2019 verder verlaagd tot maximaal 100 procent van de marktwaarde. Daarnaast wordt vanaf 2020 het maximale tarief van de aftrekbare kosten versneld afgebouwd, van maximaal 49 procent in 2019 naar maximaal 37,05 procent in 2023. Dit zal het extra aflossen van hypotheekschulden bevorderen, hetgeen een verdere verlaging van de loan-to-value tot gevolg heeft.

Aangezien er voor de aanschaf van een woning naast de hypotheeklening ook extra geleend kan worden bij familie/vrienden of bij de bank, biedt de loan-to-value ratio niet in alle gevallen voldoende risicoreductie. Bovendien kan de waarde van de woning overschat zijn⁵. De loan-to-income ratio is dan ook een goede aanvullende norm op basis waarvan de maximale hypotheek berekend wordt.

3.2.3 Een goed functionerende huurmarkt

Aanbeveling van 2013

Een goed functionerende huurmarkt is een noodzakelijk complement van lagere LTV's. Het ontbreken van voldoende aanbod in het middensegment op de huurmarkt maakt dat een deel van de huishoudens zich te vroeg en te diep in hypotheekschulden steekt. Nodig zijn een gelijkere fiscale behandeling van huur en een gelijk speelveld tussen woningcorporaties en commerciële verhuurders. Op korte termijn kunnen tussenvormen tussen huur en koop behulpzaam zijn, bijvoorbeeld door verhuur van onverkochte woningen toe te staan met behoud van hypotheekrenteaftrek.

Achtergrond bij de aanbeveling

Een groot deel van de woningmarkt wordt gesubsidieerd, namelijk de huurmarkt voor de lagere inkomens (door middel van een huurtoeslag) alsmede de koopmarkt (door middel van aftrekbare hypotheekrente). Alleen de huurmarkt voor midden en hogere inkomens wordt niet gesubsidieerd. Mede daardoor blijft het aanbod voor deze groep beperkt. Dit zorgt ervoor dat huurders te lang in goedkopere sociale huurwoningen blijven (scheefwoners) of zich te vroeg of te diep in de schulden steken voor een koopwoning.

Ontwikkelingen na 2013

Sinds 2013 hebben de verstoringen op de woningmarkt de nodige aandacht gekregen. Om te beginnen door de fiscale facilitering van de koopsector te matigen. Daarnaast is een wetsvoorstel ingediend dat het aanbod in het middensegment van de huurmarkt moet vergroten (Wet maatregelen middenhuur⁶).

In hoofdstuk 4 komen de huidige knelpunten op de woningmarkt nader aan bod.

3.2.4 Een oplossing voor probleemhypotheekleningen

Aanbeveling van 2013

Het aantal huishoudens met een potentiële restschuld wordt nu geraamd op een half miljoen. Dit is een risico voor huishoudens én financiële sector. Dat probleem zal niet op korte termijn worden opgelost. De nieuwe fiscale regeling voor restschuld is een goede stap. Blijvende aandacht voor deze problematiek is geboden.

Achtergrond bij de aanbeveling

Als gevolg van de sterke waardedalingen van woningen door de financiële crisis kwamen veel huizen onder water te staan. Een verkoop van de woning zou zodoende tot een restschuld kunnen leiden. Een groot aantal huishoudens zou daardoor mogelijk vele jaren met schulden te kampen hebben. Dit zou tot ontwrichtende situaties kunnen leiden op de woningmarkt, bij huishoudens én bij financiële instellingen. Bovendien zet de situatie een rem op de arbeidsmobiliteit doordat verhuizen wordt bemoeilijkt.

⁵ Zie hiervoor het DNBulletin: Woningtaxaties overgewaardeerd d.d. 12 maart 2019

⁶ Dit wetsvoorstel beoogt het aanbod van huurwoningen met een middenhuur te vergroten door het vereenvoudigen van de regels voor corporaties om in dit segment woningen te bouwen.

Ontwikkelingen na 2013

In de afgelopen 5 jaar hebben de huizenprijzen zich hersteld. In de grote steden liggen de reële huizenprijzen inmiddels ruim boven het niveau van vóór de crisis. Buiten de grote steden liggen de reële prijzen nog onder het niveau van vóór de crisis (maar de nominale prijzen liggen ook daar al boven het niveau van vóór de crisis). Door de prijzenstijging is het aantal huishoudens met een potentiële restschuld aanzienlijk afgenomen.

Daarnaast bestaat bij de financiële instellingen en in het toezicht veel aandacht voor de potentiële risico's van aflossingsvrije hypotheekleningen. Om de bewustwording van huishoudens daarover te vergroten is de campagne "aflossingsblij" gestart. De toezichtaanpak is erop gericht dat banken en andere geldverstrekkers de risico's van deze leningen beter in kaart brengen en hierover rapporteren, en dat zij hun klanten informeren over de mogelijke risico's aan het einde van de looptijd en stimuleren om eventuele problemen te voorkomen.

3.2.5 Conclusies aanbevelingen woningmarkt

Achtergrond

De situatie op de woningmarkt anno 2019 wijkt op een aantal punten zeer af van de situatie in 2013. Terwijl in 2013 de koopmarkt van woningen gekenschetst werd door lange kooptijden en dalende prijzen, is de koopmarkt op dit moment zeer gespannen. Kooptijden zijn erg kort en in veel gevallen worden woningen boven de vraagprijs verkocht.

Op de huurmarkt is minder veranderd. Een derde van de woningmarkt bestaat uit sociale huurwoningen. Deze markt zit redelijk op slot omdat er weinig doorstroom is. Door te weinig aanbod in het middensegment van de huurmarkt en door de sterk gestegen prijzen van koopwoningen blijft een deel van de huurders waarvan het inkomen gestegen is tot boven de grens van een sociale huurwoning toch in de sociale huurwoningen wonen (scheefwoners). Voor huurders die een sociale huurwoning zoeken is er daardoor ook in dit segment weinig aanbod. Het aanbod van commerciële huurwoningen is zeer beperkt. De nieuwe wetgeving beoogt het aanbod te vergroten.

Beleid

Het beleid op de koopmarkt heeft zich de afgelopen jaren toegespitst op het verlagen van de LTV ratio's bij de verstrekking van hypotheekleningen. De regels omtrent hypotheekrenteaf trek zijn aangescherpt, waarbij de nadruk is komen te liggen op verlaging van de hypotheekschulden bij aanschaf van een woning en op aflossing van de hypotheekschuld gedurende de looptijd van de lening.

Het beleid op de huurmarkt is gericht op vergroten van het aanbod zodat het aanbod aan de vraag kan voldoen en er voldoende mogelijkheden voor doorstroming komen. Het beleid is erop gericht zowel het aanbod van sociale huurwoningen voor huishoudens met een lager inkomen als het aanbod van commerciële huurwoningen te vergroten. In hoofdstuk 4 komt deze huidige problematiek op de woningmarkt nader aan de orde.

3.3 Aanbevelingen financiële sector

3.3.1 Meer inzicht en zekerheid voor beleggers in Nederlandse hypotheek

Aanbeveling van 2013

Meer inzicht en zekerheid voor beleggers in Nederlandse hypotheek. Tijdelijke overheidsgaranties kunnen helpen om een liquide markt in hypotheekpapier te creëren; de bestaande hypotheekberg drukt dan minder op de bankbalansen.

Achtergrond bij aanbeveling

Bovenstaande aanbeveling had als doel om bankbalansen te ontlasten door een deel van de hypotheekportefeuille te verkopen aan andere beleggers. Daarbij was het zaak om ook internationale beleggers te interesseren. Om internationale beleggers over de streep te trekken, was het noodzakelijk om meer duidelijkheid te bieden over de specifieke kenmerken van de Nederlandse markt voor hypotheekfinanciering. Het anders verpakken van bestaande overheidsgaranties (met name de Nationale Hypotheekgarantie) zou daarbij behulpzaam kunnen zijn.

Ontwikkelingen na 2013

Na 2013 bleken vooral Nederlandse institutionele beleggers bereid om actiever te worden op de markt voor hypotheekfinanciering (zie paragraaf 3.2.1). Voor hen waren de kenmerken van de Nederlandse markt voor hypotheekfinanciering duidelijk genoeg. Aanvullende overheidsgaranties bleken niet nodig. Banken gaven in het licht van de Bazel 3 normen de voorkeur aan het versterken van hun balansen, ook al ging dit gepaard met een verlies aan marktaandeel.

Al met al is het doel van de SER-aanbeveling gerealiseerd: doordat andere financiers zijn ingestapt, zijn de balansen van banken ontlast.

3.3.2 Verdere ruimte voor financiering van het mkb

Aanbeveling van 2013

Als de economische groei straks aantrekt, kan kredietrantsoenering hier een belangrijke flessenhals blijken. Partiële overheidsgaranties kunnen hier behulpzaam zijn. Daarnaast is een wederopstanding van de onderhandse kapitaalmarkt voor leningen aan het mkb welkom.

Nadere advisering in 2014

De aanbeveling van 2013 gaf aanleiding tot een afzonderlijke SEA-verkenning naar de financiering van het Nederlandse mkb⁷. Dit leidde tot verschillende inzichten:

- Het mkb is heel divers; *het* mkb bestaat niet.
- Het mkb had last van achterblijvende binnenlandse bestedingen. Het ging daarbij niet alleen om een achterblijvende particuliere consumptie, maar ook om het achterblijven van (woning)investeringen.
- Door aanhoudend zwakke bestedingen waren de balansen van veel mkb-bedrijven verzwakt. Een deel van het mkb had last van online verkopen en stond er ook structureel niet goed voor. Daardoor zagen banken mkb-financiering als steeds riskanter.
- Er waren ook knelpunten bij de aanbodzijde van mkb-financiering. Voor de kredietcrisis hadden banken in sterke onderlinge concurrentie de rente voor mkb-kredieten laag gehouden. Mkb-financiering was voor banken weinig winstgevend geweest en alternatieve financiers waren van de markt verdwenen. Na de kredietcrisis moesten banken de feitelijke kredietrisico's in sterkere mate gaan doorberekenen.

⁷ SER-rapport, *Verbreiding en versterking financiering mkb*, oktober 2014.

- Banken moesten hun eigen balansen versterken. Hierdoor was er minder ruimte voor mkb-financiering.
- Het Nederlandse bankwezen was met vier grootbanken relatief sterk geconcentreerd. Als de eigen bank een mkb-krediet afwees, dan waren er niet veel alternatieve (bancaire) kredietverleners.
- Mkb-bedrijven hadden geen goede toegang tot kapitaalmarktfinanciering. Dit droeg bij aan de afhankelijkheid van bancaire financiering.
- Er waren ook aanwijzingen voor marktfalen. Dit speelde met name bij informatiegebreken (onvoldoende informatie over individuele mkb-bedrijven) en coördinatiegebreken (hoge transactiekosten door kleine schaal van mkb-bedrijven). Door deze marktfalen konden alternatieve financieringsvormen niet goed van de grond komen.

Het SER-rapport van 2014 leidde tot vier hoofdaanbevelingen: over marktfalen, over informatieknelpunten, over bancaire kredietverlening, en over alternatieve financiering.

Aanbevelingen over marktfalen

De eerste hoofdaanbeveling was om bij de beleidsinzet rekening te houden met mogelijk marktfalen. Hierbij ging het voornamelijk om informatieknelpunten en ontbrekende markten vanwege te hoge transactiekosten. Mogelijk was er ook sprake van externe effecten, waardoor de beschikbaarheid van mkb-financiering achterbleef bij wat maatschappelijk wenselijk was. Dit laatste kon zich vooral voordoen bij startende innovatieve bedrijven zonder bewezen track record.

Aanbevelingen over het doorbreken van informatieknelpunten voor en over het mkb

Bij deze aanbeveling ging het vooral om het verlagen van de kosten van (ontbrekende) informatie. Het beter gebruikmaken van de Standard Business Reporting (SBR) werd als nuttig en nodig gezien, maar nog niet afdoende. Voor de hand liggende aanvullingen waren het instellen van een centraal kredietregister en het tot wasdom laten komen van een markt voor risicobeoordelingen. Nader onderzoek moest uitwijzen wat voor Nederland het beste zou werken.

Aanvullende aanbevelingen waren het totstandbrengen van een structurele informatievoorziening over het Nederlandse mkb in de volle breedte (financiering, werkgelegenheid, innovatie, vergelijking met mkb in andere landen), een goed toegankelijke vraagbaak voor het mkb op het gebied van financiering en overheidsfaciliteiten, en toegankelijke vormen van leven-lang-leren voor mkb-ondernemers.

Aanbevelingen over bancaire kredietverlening aan het mkb

Om een te grote afhankelijkheid van de vier Nederlandse grootbanken te voorkomen, werd aanbevolen om in te zetten op nieuwe bancaire toetreders op het gebied van mkb-kredietverlening. Ook was het zaak om te voorkomen dat het versterken van bankbalansen (de regels van Bazel 3) ten koste zou gaan van de kredietverlening door Nederlandse systeembanken aan het Nederlandse mkb.

Aanbevelingen over alternatieve financiering voor het mkb

Het gevoel was dat het mkb minder afhankelijk moest worden van bancaire kredietverlening en dat de overheid een rol moest spelen bij het faciliteren en stimuleren van alternatief financieringsaanbod. Waar (mede vanwege marktfalen) alternatief aanbod niet van de grond zou komen, kon dat permanente overheidsfaciliteiten (subsidies, garanties) rechtvaardigen. Alternatief aanbod wordt onder meer gezocht bij de openbare kapitaalmarkt, een fonds voor achtergestelde leningen, nieuwe financieringsvormen (kredietunies, crowdfunding), en institutionele beleggers.

3.3.3 Conclusies aanbevelingen financiële sector

Als men de aanbevelingen van 2014 langsloopt, dan bestaat de indruk dat verschillende aanbevelingen nog niet zijn opgevolgd.

De aanbevelingen over het bestrijden van informatiekelpunten (centraal kredietregister, een markt voor risicobeoordelingen, structurele informatievoorziening over het Nederlandse mkb, toegankelijke vraagbaak voor het mkb, toegankelijke vormen van leven-lang-leren voor mkb-ondernemers) zijn niet of nauwelijks opgevolgd. Er zijn geen nieuwe bancaire mkb-financiers bijgekomen, terwijl Nederlandse banken wel hun kredietverlening aan het mkb hebben gereduceerd. Mkb-breed alternatief aanbod van mkb-financiering is in opkomst, maar biedt nog steeds geen compensatie voor de teruglopende bancaire kredietverlening.

Hoe erg is het dat bepaalde aanbevelingen zijn blijven liggen voor de volatiliteit van de Nederlandse economie? Dit hangt samen met de vraag of het Nederlandse mkb anno 2019 nog steeds te maken heeft met hardnekkige financieringskelpunten. Deze vraag komt aan de orde in paragraaf 4.8.

3.4 Aanbevelingen pensioenen

3.4.1 Minder fluctuaties door overgang naar nieuw pensioencontract

Aanbeveling uit 2013

Minder fluctuaties in pensioenen door de overgang naar het nieuwe pensioencontract met langere hersteltermijnen en, binnen bepaalde randvoorwaarden, een meer stabiliserende discontovoet. Hierdoor hebben schokken op financiële markten minder gevolgen voor pensioenpremies en -uitkeringen.

Achtergrond bij de aanbeveling

Door de relatief sterke nadruk op het kapitaalgedekte aanvullende pensioenstelsel (tweede pijler) ten opzichte van andere landen (met een grotere nadruk op omslagfinanciering) heeft Nederland een grote kans op volatiliteit als gevolg van op en neer bewegende premies en uitkeringen. Het contract is bepalend voor de mogelijkheden om de volatiliteit te verminderen via buffers of uitsmeerperiodes, alsmede voor de doorwerking van de volatiliteit in de premie, de opbouw of de uitkeringen. Aanpassingen in het pensioencontract zouden ertoe kunnen bijdragen dat schokken op de financiële markten beter kunnen worden geabsorbeerd.

Ontwikkelingen na 2013: aanpassing FTK (2015) en SER-advies (2019)

In 2015 is het Financieel Toetsingskader (FTK) aangepast. Dit betreft aanpassingen binnen de bestaande kaders voor het nominale pensioencontract.

De introductie van de beleidsdekkingsgraad in het nieuwe FTK zorgt ervoor dat de volatiliteit van de dekkingsgraad wordt gedempt. De demping van de premie is ten koste gegaan van het financieringsniveau van fondsen. De aanpassingen in het FTK hebben geleid tot het beperken van de indexatie-mogelijkheden in de huidige lage rente-omgeving. Mede door optimistische herstellpaden heeft de mogelijkheid om pensioenkortingen uit te smeren dempend uitgewerkt, maar is de financiële positie van pensioenfondsen verslechterd.

Tussen pensioenfondsen bestaan evenwel aanzienlijke verschillen, de gemaakte beleidskeuzes (ten aanzien van de premiestelling, renteafdekking en samenstelling van de beleggingsportefeuille) spelen daarbij een belangrijke rol.

Op 5 juni 2019 heeft de SER het advies *Naar een nieuw pensioenstelsel* gepresenteerd met voorstellen voor een nieuw pensioencontract. De volgende voorstellen hebben een relatie met volatiliteit:

- De introductie van een nieuw pensioencontract in de vorm van een premiereregeling en het toegankelijk maken van de verbeterde premiereregeling voor bedrijfstakpensioenfondsen. Hierdoor zal in goede tijden pensioenen eerder kunnen worden verhoogd, maar in slechte tijden eerder moeten worden gekort, terwijl de premies stabiel blijven.
- Het afschaffen van de doorsneesystematiek (en evenwichtige compensatie);
- Het 'beleggingsbeleid op maat', waarmee voorkomen moet worden dat er te veel risico wordt genomen voor ouderen met het oog op de stabiliteit van de uitkering, maar ook dat er te weinig risico's worden genomen voor jongeren voor het bereiken van een goed pensioen.
- Meer keuzemogelijkheden (mogelijkheid om een lump sum bedrag op te nemen op de pensioendatum); deelnemers krijgen in alle regelingen de mogelijkheid om op de pensioendatum maximaal 10 procent van hun pensioenvermogen ineens op te nemen. Hierdoor ontstaat voor een specifieke groep meer bestedingsruimte. Nog onduidelijk is in hoeverre en met welk doel hiervan gebruik zal worden gemaakt.

Daarnaast heeft het kabinet met werknemers- en werkgeversorganisaties een akkoord gesloten over onder andere de aanpassing van de stijging van de AOW-leeftijd, het aanvullend pensioen en cao-regelingen om eerder uittreden te faciliteren.

De mogelijkheid voor (bedrijfstak)pensioenfondsen om te kiezen voor een nieuwe premiereregeling of de bestaande verbeterde premiereregeling heeft gevolgen voor de zekerheidsmaat van pensioenen. In goede tijden kunnen pensioenen eerder worden verhoogd, maar in slechte tijden zal eerder moeten worden gekort. In de komende periode wordt duidelijk in hoeverre pensioenfondsen gebruik zullen maken van deze mogelijkheden. Het afschaffen van de doorsneesystematiek en de overgang op de leeftijdsonafhankelijke premie zal alleen kunnen plaatsvinden als er een goede compensatieregeling is en dit ook kostenneutraal mogelijk is.

Verschuivende aanpassingen in het FTK hebben geleid tot minder volatiliteit binnen het bestaande nominale pensioencontract. Het is nog de vraag wat het effect is van het nieuwe pensioencontract. Deze leiden enerzijds tot een nog grotere premiestabiliteit, maar anderzijds zullen de uitkeringen meer meebewegen met de financiële markten.

3.4.2 Pensioencontract is eerlijk en transparant tussen generaties

Aanbeveling uit 2013

In het nieuwe pensioencontract moet de toezichthouder er ook op toezien dat middelen van de ene generatie niet worden gebruikt om problemen van een andere generatie op te lossen. Toezicht blijft nodig op de risico's en de haalbaarheid van pensioenambities.

Achtergrond bij de aanbeveling

Door veranderende demografische omstandigheden, zoals de vergrijzing, en door veranderingen op de arbeidsmarkt, zoals de toename van zzp'ers, kan ook de fondssamenstelling veranderen. De transitie naar een nieuw pensioencontract moet eerlijk, transparant en evenwichtig zijn voor alle deelnemers. De kosten mogen niet eenzijdig bij bepaalde groepen of generaties terecht komen.

Ontwikkelingen na 2013

In 2015 is met het FTK een jaarlijkse haalbaarheidstoets ingevoerd in plaats van de continuïteitsanalyse. Ook zijn duidelijke verdeelregels geïntroduceerd voor de indexatie van pensioenen. Deze regels zorgen voor een meer evenwichtige verdeling van de indexatie over de generaties. Financiële mee- en tegenvallers werken hierdoor niet direct door in de jaarlijkse indexatie, maar worden uitgesmeerd.

In het SER advies *Naar een nieuw pensioenstelsel* wordt voorgesteld om de doorsneesystematiek af te schaffen en een leeftijdsonafhankelijke premie te introduceren. De leeftijdsonafhankelijke premie leidt tot een leeftijdsafhankelijke pensioenopbouw: de premie van jongeren kan langer renderen tot pensioendatum en levert daarom een hogere opbouw op dan die van mensen die dicht bij hun pensioen zijn. Voor de langere termijn levert dit een eerlijker pensioencontract op, maar een zorgvuldige overgang is hiervoor noodzakelijk. Een compensatieregeling voor de overgangsfase moet ervoor zorgen dat alle generaties een goed pensioen krijgen. Een toenemend vertrouwen in het stelsel levert een bijdrage aan de stabiliteit van het aanvullend pensioenstelsel.

Overigens is er ook een groep van dertien procent van de werknemers van 21 jaar en ouder die geen aanvullend pensioen opbouwt (in 2016 ging het om 856.000 werknemers).⁸ Voor een eerlijk en transparant pensioen is in het SER advies afgesproken om de witte vlekken aan te pakken en krijgen zzp'ers meer mogelijkheden om vrijwillig aan te sluiten bij pensioenfondsen of premie pensioeninstellingen (PPI) en worden vormen van verplichte of automatische deelname nader onderzocht.

3.4.3 Goede balans tussen omslag en kapitaaldekking

Aanbeveling uit 2013

Gelet op de wens de Nederlandse economie minder volatiel te doen zijn, is het zaak om oog te houden voor een goede balans tussen omslagfinanciering en kapitaaldekking.

Achtergrond bij de aanbeveling

Als de kapitaal gedekte pensioenpijler relatief groot is ten opzichte van het bbp, dan kan dat macro-economische instabiliteit versterken. Een kleinere tweede pijler zou echter ten koste gaan van het pensioenresultaat, tenzij dit wordt gecompenseerd via een grotere eerste pijler. Hier zitten heel veel haken en ogen aan. In de periode 2020-2045 zal sprake zijn van een verder toenemende vergrijzing.⁹

Ontwikkelingen na 2013

De verhouding tussen omslag en kapitaaldekking komt aan de orde in een Netspar-studie¹⁰. De auteurs signaleren dat de combinatie van omslagfinanciering en kapitaaldekking maatschappelijk gewenst is vanwege de spreiding van demografische en financiële risico's. Het CPB gaat hier (op verzoek van het ministerie van SZW) nader onderzoek naar doen, rekening houdend met het effect van langdurig lage rentes.

3.4.4 Verleid institutionele beleggers om meer in Nederland te beleggen

Aanbeveling uit 2013

Maak het voor institutionele beleggers (pensioenfondsen en verzekeraars) aantrekkelijk om binnen hun autonome risico-rendementafweging een groter deel van hun beleggingen in Nederland uit te zetten.

Achtergrond bij de aanbeveling

De aanbeveling sluit deels aan bij het financieringsgat van Nederlandse banken. Nederlandse huishoudens en (mkb)bedrijven doen een groot beroep op bancaire financiering (hypotheek, kredietverlening aan het mkb), maar hebben weinig spaargeld

⁸ CBS (2018), Witte vlek op pensioengebied 2016.

⁹ SER (2015) Toekomst pensioenstelsel, pag. 35.

¹⁰ Marcel Lever, Thomas Michielsen en Sander Muns (2017), *Return, risk, and the preferred mix of PAYG and funded pensions*. <https://www.netspar.nl/publicatie/return-risk-and-the-preferred-mix-payg-and-funded-pensions/>

op de bank staan. Het gevolg is dat Nederlandse banken te maken hebben met een financieringsgat en met relatief hoge herfinancieringsrisico's. Een tweede aanknopingspunt heeft te maken met het vinden van stabiele langetermijn financiering voor langlopende Nederlandse investeringsprojecten.

Een reden dat Nederlandse huishoudens weinig (vrije) besparingen op de bank hebben staan, is doordat er via pensioenfondsen al veel collectief wordt gespaard. Deze collectieve besparingen worden in het kader van risico-rendement afwegingen grotendeels in het buitenland belegd. Als Nederlandse pensioenfondsen kunnen worden verleid om meer in Nederland te beleggen, dan zou een groter deel van de Nederlandse besparingen beschikbaar blijven voor de financiering van Nederlandse projecten.

Ontwikkelingen na 2013

Nederlandse institutionele beleggers zijn inderdaad meer gaan beleggen in Nederlandse hypotheek (zie paragraaf 3.2.1). Dat hebben ze grotendeels op eigen initiatief gedaan. Het lage rendement op staatsobligaties is daar niet vreemd aan geweest.

Na 2013 heeft de regering de oprichting van een investeringsvehikel (Invest-NL) aangekondigd om het financieren van langlopende projecten te faciliteren. Het is nadrukkelijk de bedoeling om institutionele beleggers hiervoor te interesseren. Invest-NL gaat op 16 januari 2020 van start.

De indruk bestaat dat het niet eenvoudig is om Nederlandse institutionele beleggers te interesseren voor mkb-financiering. Dit kan samenhangen met de eerder gesignaleerde knelpunten op het gebied van transactiekosten, beschikbaarheid van informatie en suboptimale schaalgrootte.

3.4.5 Conclusies aanbevelingen pensioenen

De aanbeveling om de volatiliteit van het pensioencontract te dempen, is opgevolgd. Hiertoe is in 2015 wet- en regelgeving ingevoerd, waarvan de aanpassing van het Financieel Toetsingskader het belangrijkste is. Het FTK is aangepast binnen de kaders van het bestaande nominale pensioencontract.

In 2019 heeft de SER het advies *Naar een nieuw pensioenstelsel* gepresenteerd. Dit leidt naar verwachting tot nog meer stabiliteit in de premies, terwijl de uitkeringen meebewegen met de financiële markten.

De andere pensioenaanbevelingen uit 2013 hebben in mindere mate effect op de volatiliteit, maar hebben deels betrekking op verdelingsvraagstukken, zoals een eerlijk en transparant pensioencontract tussen generaties. Paragraaf 4.7 gaat in op de pensioensituatie in 2019 en de mogelijke resterende risico's voor volatiliteit.

4. Volatiliteitsrisico's in 2019

Wat valt er te zeggen over de volatiliteitsrisico's voor de Nederlandse economie anno 2019? Zijn binnenlandse instituties, binnenlands beleid en/of buitenlandse omgevingsfactoren sinds 2013 zodanig aangepast dat de Nederlandse economie in de toekomst minder hoge conjuncturele pieken en dalen kan verwachten?

Ten opzichte van 2013 is de externe omgeving duidelijk veranderd. Het is de vraag of de Nederlandse economie daardoor meer of juist minder volatiel is geworden. Dit komt in paragraaf 4.1 aan de orde. Qua binnenlandse instituties en binnenlands beleid is het gewenst om twee beleidsterreinen in de analyse te betrekken die in 2013 onderbelicht zijn gebleven: de werking van de arbeidsmarkt en het budgettaire beleid.

4.1 Externe omgeving: meer onzekerheid leidt tot meer volatiliteit?

Ten opzichte van 2013 is de wereld duidelijk veranderd:

- Digitalisering en globalisering zijn verder voortgeschreden.
- De geo-politieke risico's zijn toegenomen, waaronder die van handelsoorlogen en deglobalisering. Dit bedreigt verdienmodellen die gebaseerd zijn op grensoverschrijdende waardeketens.
- De lage (soms zelfs negatieve) risicovrije rente is niet een conjunctureel, maar een langjarig fenomeen.
- De noodzaak van een energie- en klimaattransitie wordt veel duidelijker gevoeld.
- Er is sprake van een toegenomen flexibilisering van de arbeidsmarkt en een toegenomen inkomens- en kansenongelijkheid op EU- en OESO-niveau.

Deze omgevingsfactoren kunnen invloed hebben op de volatiliteit van onze economie. Maar door de vele interacties is het per saldo effect onduidelijk. Veel omgevingsfactoren wijzen op een toegenomen onzekerheid voor huishoudens en bedrijven, maar dat hoeft niet per se te leiden tot hogere uitslagen in de conjunctuurbeweging.

Het is wel aannemelijk dat de structureel lage risicovrije rente voor Nederland nieuwe volatiliteitsrisico's oplevert. Dit kwam al in paragraaf 3.1 naar voren. Een bijkomend probleem is dat de lage (of zelfs negatieve) rente het voor centrale banken moeilijker maakt om bij een volgende recessie anticyclisch beleid te voeren.

4.2 Europese integratie en volatiliteit Nederlandse economie

In het licht van de veranderde externe omgeving is het goed om stil te staan bij de stabiliserende rol die van Europese integratie uitgaat. Het recente *SER-advies prioriteiten voor een fair Europa; samen sterker in een onzekere wereld* gaat hier zijdelings op in¹¹.

Ook de Europese Unie heeft te maken met een onzekerder wordende externe omgeving. Het bovengenoemde SER-advies noemt verschillende factoren, waaronder verschuivende politieke en economische machtsverhoudingen in de wereld, de afnemende bereidheid tot multilaterale samenwerking, oplopende migratiedruk aan de buitengrenzen van de EU, klimaatverandering, snelle technologische ontwikkelingen (digitalisering), alsmede de onduidelijke gevolgen voor arbeidsmarkt en werkgelegenheid.

Europese integratie kan via verschillende sporen een stabiliserende rol spelen voor de Europese en Nederlandse economie. De belangrijkste sporen zijn die van

¹¹ SER-advies (2019), *Prioriteiten voor een fair Europa; samen sterker in een onzekere wereld*.

marktintegratie en beleidscoördinatie. Bij marktintegratie gaat het om het goed benutten van de kansen en schaalvoordelen van de interne markt. Het leeuwendeel van de Nederlandse handel in goederen en diensten vindt plaats met andere EU-landen. Dit betekent dat de Nederlandse economie sterker meebeweegt met Europese ontwikkelingen. Dit impliceert aan de ene kant een grotere gevoeligheid voor zowel positieve als negatieve ontwikkelingen in andere lidstaten. Maar het betekent ook een grotere diversificatie in handel en daarmee een spreiding van schokken.

In de tweede plaats staat Nederland dankzij de EU en het gewicht van de interne markt sterker in het globaliseringsproces. Nederland is te klein om de spelregels van globalisering bij te sturen. De EU is nog wel groot genoeg.

Naast marktintegratie kan Europese beleidscoördinatie een stabiliserende rol spelen. Belangrijke voorbeelden zijn het gecentraliseerde monetaire beleid door de Europese Centrale Bank en de bankenunie die de EMU stormbestendig moet maken. Het monetaire beleid heeft een primaire focus op inflatie. Bij de bankenunie is het glas halfvol-halfleeg (zie paragraaf 4.8).

Een tweede voorbeeld van beleidscoördinatie is de integrale beleidsaanpak in het kader van het Europees Semester. In het Europees Semester stemmen de lidstaten hun begrotings- en sociaaleconomisch beleid af op de doelstellingen en regels die op EU-niveau zijn overeengekomen. Lidstaten moeten laten zien hoe ze in eigen land omgaan met de gemeenschappelijke spelregels en tevens hoe ze de afgesproken doelen voor werkgelegenheid, groei, sociale cohesie en duurzaamheid denken te realiseren. De huidige sociaaleconomische doelstellingen van de EU zijn vastgelegd in de EU-2020 strategie (zie kadertekst).

Doelstellingen EU 2020-strategie

De EU-2020 strategie is de lange termijnstrategie van de EU gericht op het bewerkstelligen van slimme, groene en inclusieve groei om hiermee structurele zwaktes van de EU-economie aan te pakken, de productiviteit en concurrentiekracht te vergroten en een duurzame sociale markteconomie met opwaartse convergentie te ondersteunen. Dit is vertaald in een aantal concrete doelstellingen die een beeld geven waar de EU in 2020 zou moeten staan. De huidige vijf hoofddoelen zijn:

1. Werkgelegenheid: 75% van de bevolking van 20 tot 64 jaar heeft werk;
 2. Onderzoek en ontwikkeling (O&O): 3% van het BBP van de EU wordt geïnvesteerd in O&O.
 3. Klimaatverandering en energie: 20% minder uitstoot van broeikasgassen dan in 1990; 20% van de energie komt uit duurzame energiebronnen; toename van energie-efficiëntie met 20%.
 4. Onderwijs: percentage voortijdige schoolverlaters minder dan 10%; ten minste 40% van de 30- tot 34-jarigen hebben hoger onderwijs afgerond.
 5. Armoede en sociale uitsluiting: ten minste 20 miljoen minder mensen in (dreigende) armoede of sociale uitsluiting.
-

De gezamenlijke regels hebben betrekking op het voorkomen van buitensporige overheidstekorten en –schulden en het vermijden van buitensporige macro-economische onevenwichtigheden (zie paragraaf 3.1). De begrotingsregels zijn gericht op sterke overheidsfinanciën en bevorderen daarmee de stabiliteit op de langere termijn. Begrotingsregels kunnen knellen (zie paragraaf 4.9).

In het kader van het Europees Semester vindt er jaarlijks monitoring plaats van het gevoerde beleid. Onderdeel hiervan zijn de jaarlijkse op de verschillende EU-landen gerichte landverslagen en landenspecifieke aanbevelingen. Omgekeerd verwoorden de lidstaten in hun nationale hervormingsprogramma's hoe zij werk willen maken van de nationale doelen en de Europese aanbevelingen.

Europese pijler van sociale rechten

Bij de integrale beleidsaanpak van het Europees Semester speelt de Europese pijler van sociale rechten een belangrijke rol. De sociale pijler is in 2017 ontworpen als een kompas voor hernieuwde convergentie dat tot doel heeft tot betere levensomstandigheden en arbeidsvoorwaarden te komen¹².

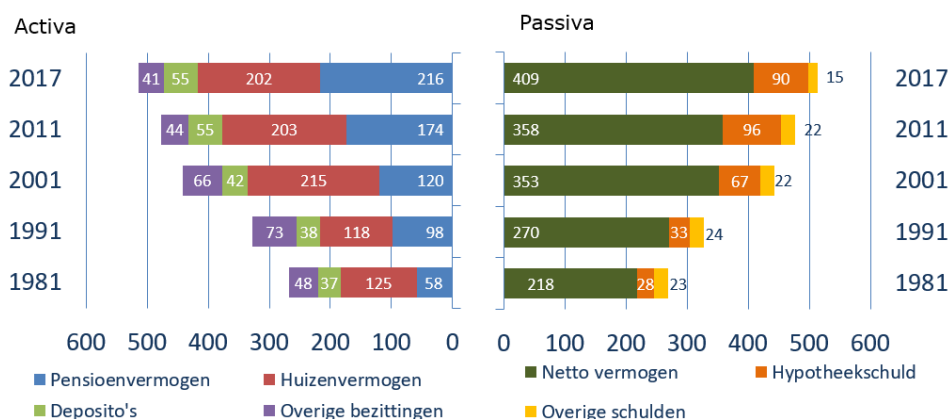
De sociale pijler bevat twintig grondbeginselen en belangrijke rechten. Deze dienen als referentiepunt voor de verdere uitvoering van het Europees Semester voor beleidscoördinatie. Maar de EU heeft echter niet op alle terreinen van de sociale pijler bevoegdheden. Zo heeft EU geen bevoegdheden op het terrein van beloning. Wat betreft de zorg voor een billijk loon, toereikende minimumlonen en transparante en voorspelbare lonen ligt de verantwoordelijkheid primair bij de lidstaten en de nationale sociale partners.

4.3 Lange balansen, lage financiële buffers

In 2013 was de redenering dat de lange balansen van huishoudens bij hebben gedragen aan de volatiliteit van de Nederlandse economie. Zo kunnen schommelingen in huizen- en pensioenvermogens grote macro-economische effecten hebben, zeker als die schommelingen dezelfde kant opgaan en elkaar dus versterken. In de tweede helft van de jaren 1990 en tijdens de recessie van 2008-2012 was dit het geval. In hoeverre is er nog steeds sprake van extra volatiliteit als gevolg van deze lange balansen?

Figuur 6 laat zien dat de balansen van sector huishoudens sinds 2013 niet korter zijn geworden¹³. In feite zijn de balansen (bezittingen en schulden) sinds 2013 verder toegenomen tot meer dan 500 procent van het bbp. De stijging komt overeen met het toegenomen pensioenvermogen.

Figuur 6 – Samenstelling balans Nederlandse huishoudens (% bbp)



Bron: DNB

In de tweede plaats valt op dat Nederlandse huishoudens een hoog netto vermogen hebben. Dit vermogen zit vooral in pensioenbesparingen en eigen woningbezit. Dit vermogen is niet liquide in de zin dat het bij tegenvallers snel beschikbaar is.

Verder hebben Nederlandse huishoudens meer hypotheekschulden dan ze aan deposito's op de bank hebben staan. Voor zover banken voor dit financieringsgat voldoende

¹² SER-advies (2019), *Prioriteiten voor een fair Europa; samen sterker in een onzekere wereld*.

¹³ De andere sectoren zijn overheid en bedrijfsleven.

langlopende marktfinanciering hebben aangetrokken, zal er minder sprake zijn van herfinancieringsrisico's.

Sinds 1981 is het aantal personen per huishouden afgenomen. Zo zijn er steeds meer een-persoonhuishoudens. De omvang van de balansen per persoon zal dus meer toegenomen zijn dan uit figuur 6 blijkt. Het is niet goed mogelijk om hiervoor te corrigeren.

De lange balansen geven de Europese Commissie nog steeds aanleiding tot zorg. De onderstaande paragrafen zijn afkomstig uit de recente concept-aanbevelingen van de Europese Commissie¹⁴. De Europese Commissie pleit voor simultane hervormingen op het gebied van woningmarkt en pensioenen teneinde huishoudens minder kwetsbaar te maken voor financiële en economische schokken:

(9) Nederlandse huishoudens combineren omvangrijke niet-liquide activa in de vorm van een eigen woning en pensioenvermogen met een hoge schuld. Lange balansen maken huishoudens kwetsbaar voor financiële en economische schokken. De hoge schuld van huishoudens wordt verklaard door het genereuze belastingvoordeel voor hypotheekrentebetalingen, maar ook door het ontbreken van een goed functionerend middensegment op de huurmarkt en hoge verplichte pensioenbesparingen. Een belangrijke uitdaging in de aanpak van de hoge schuld van huishoudens ligt op de huizenmarkt, waar in de afgelopen tientallen jaren starheden en versturende prikkels zijn ontstaan die hun stempel hebben gedrukt op de woningfinancierings- en sectorale besparingspatronen. Sinds 2012 is een reeks maatregelen ten uitvoer gelegd die daar gedeeltelijk iets tegen doen. De aangekondigde versnelde afbouw van de hypotheekrenteaftrek is in wetgeving omgezet en zal in 2020 ingaan. Desondanks blijft het belastingvoordeel voor hypotheekbetalingen genereus en blijft het leiden tot een aanzienlijke bevoordeling van schulden van huishoudens. Tegelijkertijd is de particuliere huurmarkt, het enige niet-gesubsidieerde segment, nog steeds onderontwikkeld (13 % van de totale woningvoorraad). Door het gebrek aan een goed functionerend middensegment op de huurmarkt worden huishoudens ertoe aangezet eerder een woning te kopen dan te huren, wat leidt tot hoge schuld/inkomen-ratio's en financiële kwetsbaarheid.

(10) (...) Een gelijktijdige hervorming van de gevestigde huizenmarktpraktijk en het pensioenstelsel kan de balansen van huishoudens verkorten en de huishoudens minder kwetsbaar maken voor financiële en economische schokken, wat een gunstig effect zou hebben op de macro-economische veerkracht en de economische groei.

In het Landverslag Nederland 2018 legt de Europese Commissie ook een relatie tussen pensioenbesparingen, besteedbaar inkomen, hypotheekschulden en de financieringsbasis van banken. De interactie tussen deze grootheden versterkt volgens de Europese Commissie de kwetsbaarheid in tijden van financiële turbulentie:

Pensioenfondsen bepalen de financiële architectuur van het land. Pensioenfondsen trekken binnenlandse spaargelden aan bij huishoudens en beleggen die grotendeels in het buitenland om hun voordeel te doen met internationale diversificatie en de fiduciaire doelstelling van hun deelnemers te kunnen verwezenlijken. Dit mag dan gunstig zijn voor de efficiëntie van hun portfolio, toch kunnen vragen worden gesteld bij de impact op de binnenlandse financieringsbasis omdat een en ander van invloed kan zijn op de betrekkelijk lage ratio deposito's/totale funding van banken. Met een hoge verplichte afdrachtenwig hebben huishoudens het moeilijk om geld opzij te zetten om een huis te kopen en moeten zij dus een hypotheekschuld aangaan. Banken

¹⁴ Europese Commissie (2019) – Aanbeveling voor een aanbeveling van de Raad over het nationale hervormingsprogramma 2019 van Nederland en met een advies van de Raad over het Stabiliteitsprogramma 2019 van Nederland, COM(2019) 519 final, Brussel, 5 juni 2019.

financieren hun hypotheek dan weer op grote schaal met geld dat zij op de internationale kapitaalmarkten hebben geleend. Dit creëert een afhankelijkheid van wholesale funding en versterkt de kwetsbaarheid in tijden van financiële turbulentie. Pensioenfondsen investeren pas sinds kort meer op de lange termijn in de Nederlandse hypotheekmarkt.

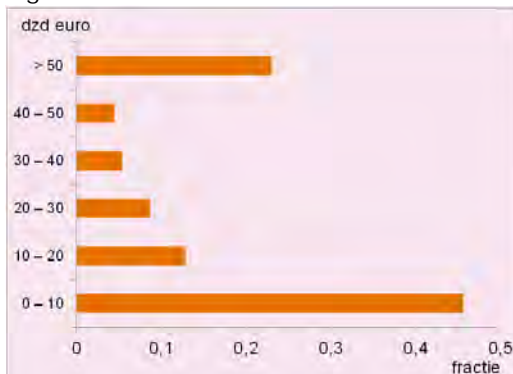
Inmiddels is het herfinancieringsrisico van banken wel kleiner geworden doordat Nederlandse institutionele beleggers een deel van de hypotheekfinanciering hebben overgenomen. Een steeds groter deel van de hypotheekfinanciering betreft hypotheekleningen waarop wordt afgelost. En dankzij afgenomen LTV-ratio's (zie paragraaf 4.6) zijn Nederlandse hypotheekleningen minder afwijkend geworden ten opzichte van die in het buitenland. Buitenlandse financiers hebben dus minder reden om Nederlandse hypotheekfinanciering te wantrouwen.

Verder geldt dat de langjarig lage risicovrije rente (paragraaf 3.1) verschillend uitwerkt voor de sector pensioenen en de markt voor koopwoningen. Waar de lage rente een stimulerende invloed heeft op de huizenmarkt (zie paragraaf 4.6), zet het de mogelijkheden voor pensioenindexatie onder druk (zie paragraaf 4.7).

Gebrek aan financiële buffers

Een aanvullende observatie in dit verband is dat het netto vermogen van Nederlandse huishoudens niet gelijk is verdeeld. Dat geldt evenzeer voor het liquide deel van het netto vermogen. Bijna de helft van de huishoudens heeft een financiële buffer van minder dan 10.000 euro (zie figuur 7). Een deel van deze huishoudens heeft zelfs (liquide) schulden. Veel huishoudens zijn dus niet goed in staat om financiële schokken op te vangen. Dit kan bijdragen aan de volatiliteit van de binnenlandse bestedingen.

Figuur 7 – Veel huishoudens hebben een beperkte financiële buffer



Bron: CPB

4.4 Besteedbaar inkomen en volatiliteit consumptie

4.4.1 Besteedbaar inkomen blijft achter bij groei bbp

In de Landverslagen Nederland van 2018 en 2019 problematiseert de Europese Commissie het lage besteedbare inkomen van Nederlandse huishoudens¹⁵. Dit komt terug in de lopende aanbeveling van de Europese Unie aan Nederland¹⁶:

¹⁵ Voor het vrij besteedbare inkomen van huishoudens zijn verschillende indicatoren in omloop. Sommige indicatoren kijken naar niveaus in een bepaald jaar, andere indicatoren bezien ontwikkelingen in de tijd. Het maakt ook verschil of de analyse is gebaseerd op gemiddelden of op de mediaan.

¹⁶ Aanbeveling van de Raad over het nationale hervormingsprogramma 2019 van Nederland en met een advies van de Raad over het stabiliteitsprogramma 2019 van Nederland, Brussel, 2 juli 2019 (OR. en) 10172/19

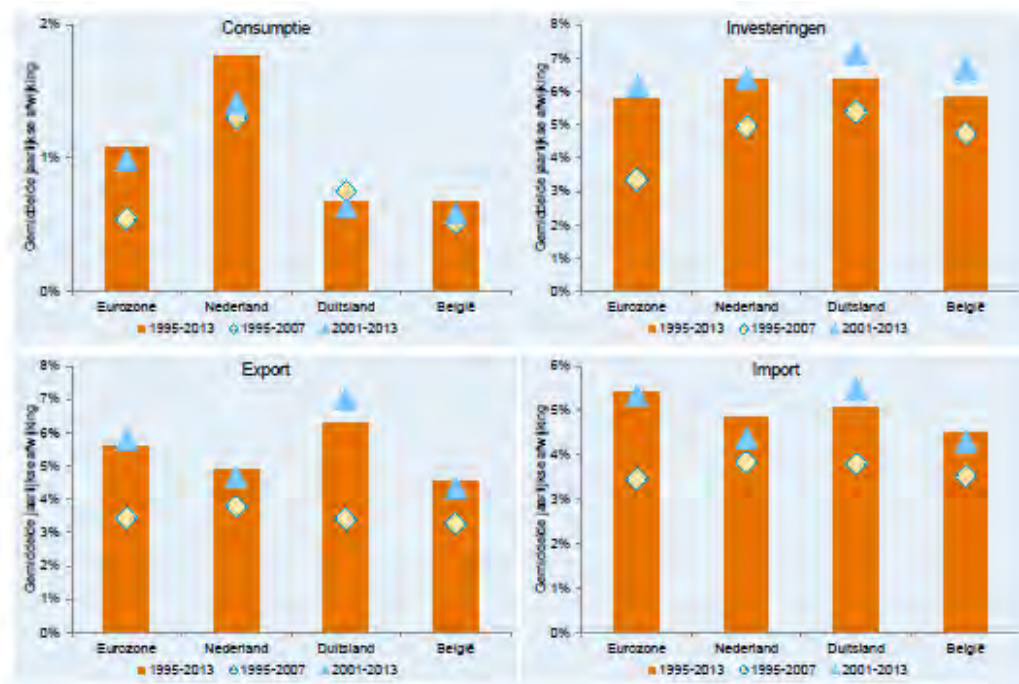
[Voer in 2019 en 2020 beleid uit] om het beschikbare inkomen van huishoudens te verhogen, onder meer door de voorwaarden ter ondersteuning van loongroei te versterken, met inachtneming van de rol van de sociale partners.

De Europese Commissie signaleert dat Nederlandse huishoudens relatief hoge hypotheekschulden hebben, omdat het moeilijk is om uit het vrij besteedbare inkomen geld opzij te zetten voor de aanschaf van een eigen huis. De combinatie van een hoge belasting- en premiedruk met een hoge hypotheeklast maakt huishoudens kwetsbaar voor financiële schokken, wat weer bijdraagt aan een hoge volatiliteit van de consumptie. Het citaat is afkomstig uit het Landverslag Nederland 2018:

De tweede pijler van het pensioenstelsel drukt een stempel op de financiën van huishoudens, met name in combinatie met de hoge hypotheekschuld. (...) Als zodanig kan daarvan een procyclisch effect uitgaan op de bestedingen van huishoudens, waarbij de risico's zwaar lijken te wegen op de jonge leeftijdsgroepen omdat een lagere indexatie en hogere pensioenpremies tot nu toe de primaire aanpassingsmethoden zijn geweest. Wat hier in belangrijke mate meeweegt is dat huishoudens een substantieel vermogen in de vorm van een eigen huis en pensioen combineren met een hoge hypotheekschuld. Dat vermogen is echter uiterst illiquide en ongelijk verdeeld over de generaties. Daardoor zijn huishoudens kwetsbaar bij economische schokken en wordt de procyclische dynamiek van de financiën van huishoudens versterkt.

Figuur 8 laat zien dat de bestedingscategorie consumptie in Nederland relatief volatiel is ten opzichte van andere euro-landen. Een hoge volatiliteit van de consumptie kan de conjunctuurbeweging versterken.

Figuur 8 – Nederlandse consumptie relatief volatiel

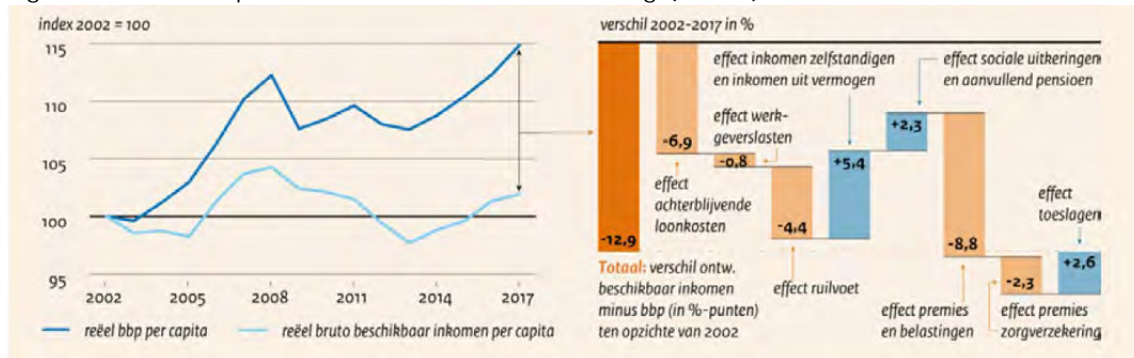


Bron: CPB

Lagere vrije bestedingen door hogere collectieve lasten en achtergebleven loonontwikkeling

Het CPB heeft het besteedbaar inkomen van huishoudens vergeleken met de groei van het bbp per hoofd van de bevolking (figuur 9a). De figuur laat zien dat de gemiddelde groei van het beschikbare inkomen sinds 2002 bijna 13 procent is achtergebleven bij de groei van het bbp.

Figuur 9a – Ontwikkeling bbp en gemiddeld beschikbaar inkomen, 2002-2017, (links)
 Figuur 9b – Decompositie van verschil in ontwikkeling (rechts)



Bron: CPB, MEV 2019

Figuur 9b geeft een uitsplitsing. Het effect van belastingen en premies is het grootst. Hierdoor houden huishoudens van hun bruto-inkomen netto gezien minder over. Een tweede belangrijke verklaring voor het verschil tussen bbp-groei en groei beschikbaar inkomen is dat de reële loonkosten zijn achtergebleven bij de groei van de arbeidsproductiviteit en niet ten goede zijn gekomen aan het besteedbaar inkomen van gezinnen¹⁷.

Paragraaf 4.4.2 onderzoekt de invloed van de achtergebleven loonontwikkeling.

Paragraaf 4.4.3 gaat nader in op de invloed van (collectieve) lasten op het besteedbaar inkomen van huishoudens.

4.4.2 Besteedbaar inkomen en achtergebleven loonontwikkeling

Over de periode 1995-2017 ziet het CPB een achterblijvende loonontwikkeling. Het gaat om de reële loonontwikkeling (gecorrigeerd voor de stijging van de bbp-deflator) inclusief de werkgeverslasten¹⁸. Het CPB geeft aan dat dit in OESO-landen in sterkere mate het geval was dan in Nederland.

De Miljoenennota 2020 zet verschillende al genoemde oorzaken voor het achterblijvende beschikbaar inkomen van huishoudens naast elkaar. Het kabinet legt duidelijk de nadruk op het achterblijven van de CAO-lonen bij de groei van de arbeidsproductiviteit. Daarnaast erkent het kabinet de rol van hogere loonkosten en de gestegen lasten voor huishoudens (zie kadertekst).

¹⁷ Als de loonkosten achtergebleven zijn bij de groei van de arbeidsproductiviteit, dan zou dit gepaard moeten gaan met hogere winsten voor het bedrijfsleven en met een spiegelbeeldige daling van de arbeidsinkomensquote (AIQ). Op het oog is de AIQ in de periode 2002-2017 niet in dezelfde mate gedaald als de loonkosten zijn achtergebleven. Vermoedelijk ligt dit aan definitie- en meetproblemen (waaronder de positie van zzp-ers en DGA's) bij de AIQ. Zie ook: SEO (2018), *De AIQ in Nederland: een overzicht*.

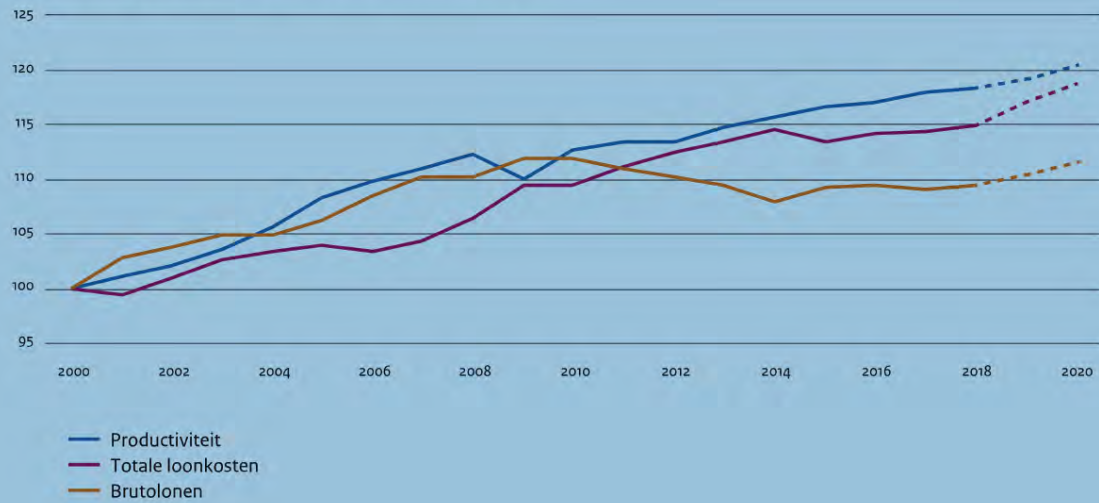
¹⁸ Het CBS duidt deze variabele aan met 'beloning werknemers' en het CPB in de ramingspublicaties met 'loonvoet'. In internationale publicaties wordt deze variabele aangeduid met 'compensation per employee'.

De lonen groeien beperkt, ondanks een krappe arbeidsmarkt

Naar verwachting groeien de cao-lonen in 2019 en 2020 met 2,5 procent. De lonen blijven daarmee achter bij de economische situatie, want als werkgevers moeilijk personeel kunnen vinden, ligt een hogere loongroei in de rede om aantrekkelijk te blijven voor werkzoekenden. De lonen blijven achter bij de groei van de productiviteit. Dat komt deels doordat de loonkosten

voor werkgevers zijn toegenomen, maar ook omdat de brutolonen bij bedrijven zelf sinds de crisis nauwelijks groeien. Waar ruimte voor hogere lonen is, is het dan ook goed dat deze wordt gebruikt voor hogere loonstijgingen. Daarnaast zijn de lasten voor huishoudens sinds de crisis gestegen, maar neemt het kabinet maatregelen om deze te verlichten.

Ontwikkeling productiviteit en reële brutolonen bedrijven



Bron: Miljoenennota 2020

Achtergebleven loonontwikkeling en inkomensongelijkheid

Zowel de OESO als het CPB signaleren dat de loonkostenontwikkeling achtergebleven is bij de groei van de arbeidsproductiviteit¹⁹.

De OESO maakt onderscheid tussen de mediane en gemiddelde loonontwikkeling (tabel 1)²⁰. De tabel laat zien dat over de periode 1995-2013 de groei van de arbeidsproductiviteit in Nederland (1,8%) iets hoger is geweest dan het OESO-gemiddelde. De gemiddelde loonontwikkeling in Nederland is daar jaarlijks 0,5 procent bij achtergebleven. Daarbij komt dat het mediane loon jaarlijks 0,2 procent is achtergebleven bij het gemiddelde loon. Per saldo is het mediane loon jaarlijks 0,7 procent achtergebleven bij de groei van de arbeidsproductiviteit (*total decoupling*).

¹⁹ Iris van Tilburg en Wim Suyker (2018), *De loongroei, een internationale macro-analyse*, CPB achtergronddocument, 23 november 2018.

²⁰ OESO (2018), *Economic Outlook*; hoofdstuk 2: *Decoupling of wages from productivity: what implications for public policies?*

Tabel 1 – Achterblijven van gemiddelde en mediane lonen bij arbeidsproductiviteit, 1995-2013

	Average annual growth rates			Contribution to decoupling of		
	Labour productivity	Real average wages	Real median wages	Labour share	Wage inequality	Total decoupling
	(1)	(2)	(3)	(2) - (1)	(3) - (2)	(3) - (1)
Poland	4.2	2.8	2.2	-1.3	-0.6	-2.0
Korea	4.1	3.1	2.7	-1.1	-0.4	-1.5
United States	1.8	1.2	0.5	-0.6	-0.7	-1.3
Hungary	1.9	1.5	0.6	-0.4	-0.9	-1.3
Ireland	2.5	1.4	1.3	-1.1	-0.1	-1.2
Canada	0.9	0.4	0.2	-0.5	-0.2	-0.7
Netherlands	1.8	1.3	1.1	-0.5	-0.2	-0.7
Australia	1.6	1.2	1.0	-0.4	-0.3	-0.7
Israel	1.6	0.7	0.9	-0.9	0.2	-0.7
Japan	0.7	0.3	0.2	-0.5	-0.1	-0.5
Slovak Republic	3.8	3.6	3.3	-0.2	-0.3	-0.5
Belgium	1.4	1.1	1.0	-0.3	-0.1	-0.4
Germany	0.7	0.6	0.5	-0.1	-0.1	-0.2
Austria	1.1	1.0	0.9	-0.1	-0.1	-0.2
Norway	1.5	1.4	1.3	-0.1	-0.1	-0.2
Czech Republic	3.2	3.6	3.2	0.4	-0.4	0.0
New Zealand	1.0	1.4	1.0	0.4	-0.4	0.1
Denmark	1.1	1.4	1.3	0.3	-0.1	0.2
Sweden	2.4	2.7	2.6	0.3	-0.1	0.2
France	1.1	1.4	1.4	0.3	0.0	0.3
United Kingdom	1.2	1.8	1.6	0.6	-0.2	0.4
Finland	1.5	2.0	1.9	0.5	-0.1	0.4
Spain	0.1	0.3	0.6	0.2	0.3	0.5
Italy	-0.3	0.3	0.2	0.5	0.0	0.5
OECD (weighted average)	1.5	1.2	0.8	-0.3	-0.3	-0.7
OECD (unweighted average)	1.7	1.5	1.3	-0.2	-0.2	-0.4

Note: Countries are ordered in ascending order of the column "Total decoupling". The weighted average is an employment weighted average of 24 countries. Contributions are based on the exact numbers underlying columns (1)-(3) and may therefore differ from those implied by the reported rounded numbers. For most countries, data on real median wages are not available after 2013 in the OECD Earnings Database, which precludes covering the period 2014-17.

Source: OECD National Accounts database, OECD Earnings Distribution database

Het achterblijven van de mediaan op het gemiddelde wijst op een toenemende inkomensongelijkheid. De OESO wijt dit aan de ontwikkeling van de topinkomens. Dit fenomeen doet zich in alle OESO-landen voor²¹:

The decline in the ratio of median to average wages is driven by high wage growth of top earners. The increase in wage inequality as measured by the decoupling between median from average wage growth reflects disproportionate wage growth at the very top of the wage distribution.

Het toenemende verschil tussen het gemiddelde en de mediaan maakt aannemelijk dat bij de achterblijvende besteedbare inkomens van huishoudens ook verdelingskwesaties een rol kunnen spelen. Dit verdient nader onderzoek.

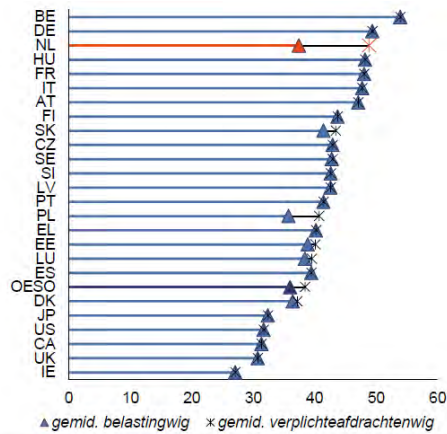
4.4.3 Besteedbaar inkomen en hogere (collectieve) lasten

Vrije bestedingen en de wig op arbeidsinkomen

In internationaal perspectief heeft Nederland een hoge wig op arbeidsinkomen, zo blijkt onder meer uit de landenanalyse van de Europese Commissie uit 2018. In deze analyse gaat het om het totaal van de gemiddelde belastingwig en de verplichte niet-fiscale afdrachten (pensioen- en ZVW-premies). In dat geval behoort de gemiddelde lastendruk op arbeid in Nederland tot de hoogste in de EU (zie figuur 10). Een belangrijk deel van deze verplichte afdrachten betreft pensioenpremies waar sociale partners in het verleden arbeidsvoorwaardenruimte voor gereserveerd hebben. Hierdoor hebben Nederlandse werkgevers hogere loonkosten, terwijl Nederlandse werknemers netto minder te besteden hebben.

²¹ OECD (2018), *Opportunities for all - a framework for policy action on inclusive growth*, p. 55.

Figuur 10 – De wig op arbeid in verschillende EU-landen in 2016 (verplichte afdrachtenwig)



Bron: OESO (2017). Niet-fiscale verplichte afdrachten als extra lasten op inkomen uit arbeid in 2016. <http://www.oecd.org/tax/tax-policy/Non-tax-compulsory-payments.pdf>. De grafiek geeft de gemiddelde verplichteafdrachtenwig en de gemiddelde belastingwig weer voor alleenstaande belastingplichtigen zonder kinderen met een middeninkomen, 2016.

Bron: Europese Commissie, Landverslag Nederland 2018

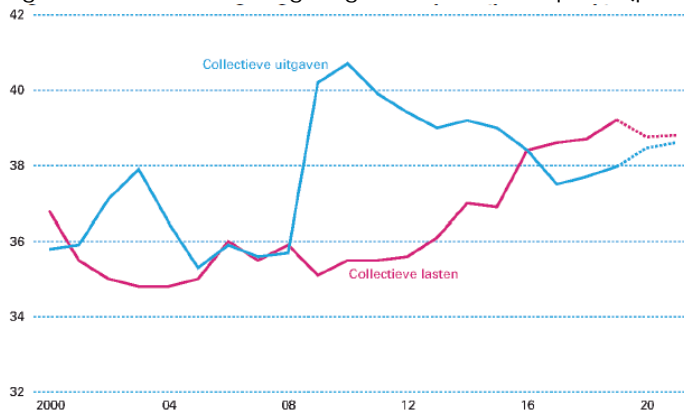
Daar staat tegenover dat belangrijke voorzieningen als onderwijs, zorg en aanvullend pensioen grotendeels uit collectieve middelen (en dus niet uit het netto loon) worden gefinancierd. In die zin werken grote collectieve uitgaven als een buffer. Tegenover een volatiele particuliere consumptie staan dan relatief stabiele collectieve bestedingen en de opbouw van aanvullend pensioen.

Als de overheid collectieve bestedingen uit progressieve belastingen financiert, dan draagt de overheid zelfs een deel van het conjuncturele inkomensrisico. Als het goed gaat met de economie, dan neemt het netto inkomen van huishoudens minder snel toe dan het bruto inkomen. Als het slecht gaat, dan is het beeld andersom. Dit mechanisme raakt aan de werking van automatische stabilisatoren (paragraaf 4.9).

Vrije bestedingen en de oplopende lastenquote

Er zijn verschillende aanwijzingen dat vrije bestedingen van huishoudens de afgelopen jaren meer onder druk zijn komen te staan als gevolg van hogere collectieve lasten²².

Figuur 11 – Ontwikkeling uitgaven- en lastenquote (procent bbp)



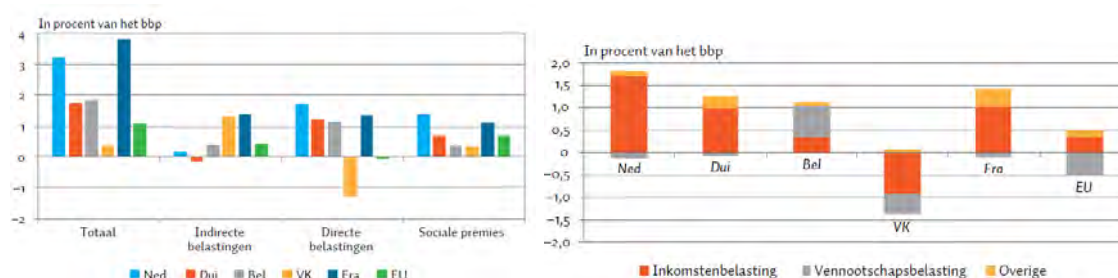
Bron: Miljoenennota 2020, p. 23

²² De perioden waarop deze aanwijzingen betrekking hebben, lopen wel uiteen. Dit bemoeilijkt de vergelijkbaarheid. In veel gevallen is het echter mogelijk om een langere periode tot en met 2017 te bezien.

Zo blijkt uit de *Miljoenennota 2020* dat de collectieve lasten voor huishoudens en bedrijven tussen 2009 en 2017 met circa 3,5 procent van het bbp zijn opgelopen (figuur 11). Dit was deels onvermijdelijk, omdat de na 2008 scherp oplopende uitgavenquote nu eenmaal gefinancierd moest worden. Aan de andere kant zijn de lasten in tijden van recessie verhoogd. In een periode dat de vrije bestedingen van huishoudens toch al onder druk stonden, heeft de overheidsbegroting dus niet stabiliserend gewerkt. Dit overlapt met het onderwerp budgettair beleid (paragraaf 4.9).

Vrije bestedingen en de toename van de feitelijke belasting- en premie-opbrengsten
Tussen 2007 en 2017 stegen de belasting- en premie-opbrengsten in Nederland sterker dan het EU-gemiddelde²³. Figuur 12a laat zien dat de lastenverzwaring in Nederland vooral terecht kwam bij de directe belastingen en de sociale premies. De hogere directe belastingen kwamen nagenoeg volledig voor rekening van de loon- en inkomstenbelasting (figuur 12b). Als gevolg hiervan drukte de lastenverzwaring vooral op de factor arbeid, wat ten koste ging van de koopkracht van huishoudens.

Figuur 12a - Verandering belasting- en premieopbrengsten tussen 2007 en 2017
Figuur 12b - Verandering opbrengsten directe belastingen tussen 2007 en 2017



Bron: Wimar Bolhuis/ ESB

Vrije bestedingen en de beleidsmatige lastenontwikkeling

Figuur 13a geeft een overzicht van de cumulatieve lastenontwikkeling naar afdrager en belastingcategorie²⁴. Toegespitst op de periode 2007-2017 blijkt dat de collectieve lasten voor burgers en bedrijven met circa 28 miljard euro zijn gestegen als gevolg van nieuw beleid (van cumulatief -1 in 2007 naar circa +27 miljard euro in 2017). Tot 2017 komt de cumulatieve stijging in gelijke mate bij huishoudens en bedrijven terecht. Voor de periode 2018-2021 verwacht het CPB dat een groter deel van de cumulatieve lastenstijging bij bedrijven terecht komt.

Uit figuur 13b blijkt dat de hogere lastendruk vooral voor rekening komt van de loon- en inkomstenbelasting/ premies werknemersverzekeringen (van cumulatief -10 in 2007 naar circa +2 miljard euro in 2017) en de indirecte belastingen (van cumulatief +5 naar +15 miljard euro). Dit weerspiegelt onder meer de (beleidsmatige) BTW-verhoging van 19 naar 21 procent in 2013²⁵.

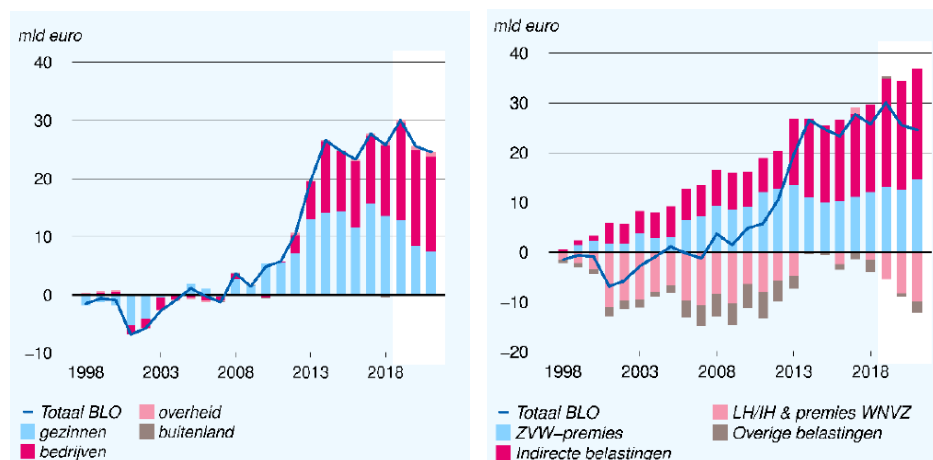
²³ Wimar Bolhuis (2019), *Nederlandse belastingopbrengsten stegen harder dan gemiddeld in Europa*, ESB, 8 augustus 2019.

²⁴ Sander van Veldhuizen en Maurits van Kempen (2019), *De beleidsmatige lastenontwikkeling bij de MEV 2020*, CPB achtergronddocument.

²⁵ In de analyse van Wimar Bolhuis blijft deze beleidsmatige belastingverhoging onderbelicht, omdat de consumptie door de recessie onder druk stond.

Figuur 13a – Lastenontwikkeling 1998-2021, cumulatief naar afdrager

Figuur 13b – Lastenontwikkeling 1998-2021, cumulatief naar belastingcategorie

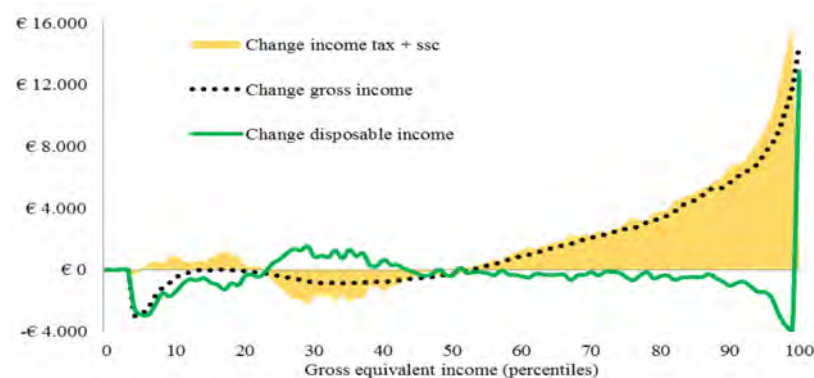


Bron: CPB

Vrije bestedingen en de lastenverdeling tussen inkomensgroepen

De relatie tussen het besteedbaar inkomen van huishoudens en lastenverzwaringen kan ook op micro-niveau worden gezien (figuur 14)²⁶. De stippellijn laat de ontwikkeling zien van het bruto-inkomen van huishoudens tussen 2001 en 2014²⁷. De stippellijn schetst het beeld van een toenemende primaire inkomensongelijkheid. De vaste groene lijn toont de ontwikkeling van het beschikbaar inkomen na herverdeling via belastingen en premies. Hieruit blijkt dat bij huishoudens vanaf het vijftigste percentiel de stijging van het bruto-inkomen niet heeft geleid tot een verbetering van het beschikbaar inkomen. Bij deze groep is de inkomensvoortuitgang voor meer dan 100 procent wegbelast. Herverdeling heeft voor de lagere middengroepen de daling van het bruto-inkomen overgecompenseerd. Het is opvallend dat dit juist bij de laagste inkomens niet het geval is geweest. Dit vraagt om nader onderzoek.

Figuur 14 – Verandering in bruto en beschikbaar inkomen van huishoudens, 2001-2014



Bron: Caminada en Goudswaard, 2019

Vrije bestedingen en hogere vaste lasten

Een aanvullende aanwijzing is dat besteedbare inkomens van huishouden onder druk staan van hogere vaste lasten in het algemeen. Verschillende onderzoeken wijzen in

²⁶ Koen Caminada en Kees Goudswaard (2019), *Heterogeneity income taxes rates*, presentatie voor het 2019 Clossen Forum, 23 en 24 mei 2019.

²⁷ De beschikbare data laten niet toe de analyse door te trekken naar het jaar 2017.

deze richting. Vakbond De Unie heeft hierover een enquête laten houden²⁸. Voor bijna zes op de tien huishoudens is de bestedingsruimte in de afgelopen jaren gelijk gebleven of achteruit gegaan. Dit hangt sterk samen met de ontwikkeling van noodzakelijke uitgaven zoals de kosten voor wonen (huur, hypotheek, onderhoud), energie, studie/scholing, kinderopvang en zorgverzekering. De geraadpleegde huishoudens voelen zich ook onzeker over de beheersbaarheid van deze noodzakelijke uitgaven.

Vergelijkbare onderzoeken zijn gedaan door het Nibud en ING Economisch Bureau. Het Nibud wijst erop dat huishoudens een steeds groter deel van hun inkomen kwijt zijn aan vaste lasten²⁹. De afgelopen tien jaar is niet eerder zo'n groot deel van het budget opgegaan aan de vaste lasten. Dit dwingt huishoudens zeer kritisch te zijn en goed op hun uitgaven te letten. Het verklaart volgens het Nibud ook waarom zoveel huishoudens achterlopen met het betalen van de rekeningen voor zorg, energie, huur of hypotheek.

ING Economisch Bureau signaleert dat in 2017 41 procent van het huishoudinkomen opgaat aan vaste lasten, tegen 36 procent in 2008³⁰. Sinds 2008 zijn vooral de woonlasten toegenomen.

Vrije bestedingen in de volgende kabinetsperiode

In de afgelopen 10-15 jaar is sprake geweest van hogere collectieve lasten en van hogere vaste lasten in het algemeen. Dit heeft verschillende macro-economische effecten. Het belangrijkste effect is dat huishoudens minder middelen overhouden om te consumeren (ruimte voor 'leuke dingen'), te sparen (bijvoorbeeld voor een eigen woning) of om schulden af te lossen. Dit maakt huishoudens minder weerbaar bij economische tegenslagen. Mogelijk is er ook een effect op de investeringen.

In de middellangetermijn verkenning 2022-2025 (MLT) geeft het CPB een technische raming van de ontwikkelingen in de komende kabinetsperiode³¹. De CPB-raming geeft aan dat er bij ongewijzigd beleid geen sprake zal zijn van koopkrachtverbetering. De beperkte stijging van de reële cao-lonen wordt tenietgedaan door lastenverhogingen, met name hogere zorgpremies, en door hogere pensioenpremies.

4.4.4 Loonontwikkeling en de trendmatige daling van de arbeidsproductiviteit

De trendmatige ontwikkeling tussen de loonontwikkeling en productiviteitsgroei is in de figuren 15a en 15b in beeld gebracht. Deze figuren kunnen verschillend worden geïnterpreteerd. Een interpretatie is dat loonruimte eerst moet worden verdiend door een hogere groei van de arbeidsproductiviteit. Als de productiviteit trendmatig daalt, dan zal dat ook ten koste gaan van de ruimte voor loongroei.

²⁸ De Unie (2019), *Koopkracht onderzoek; inkomens- en uitgavenzekerheid en belastingmoraal 2019*.

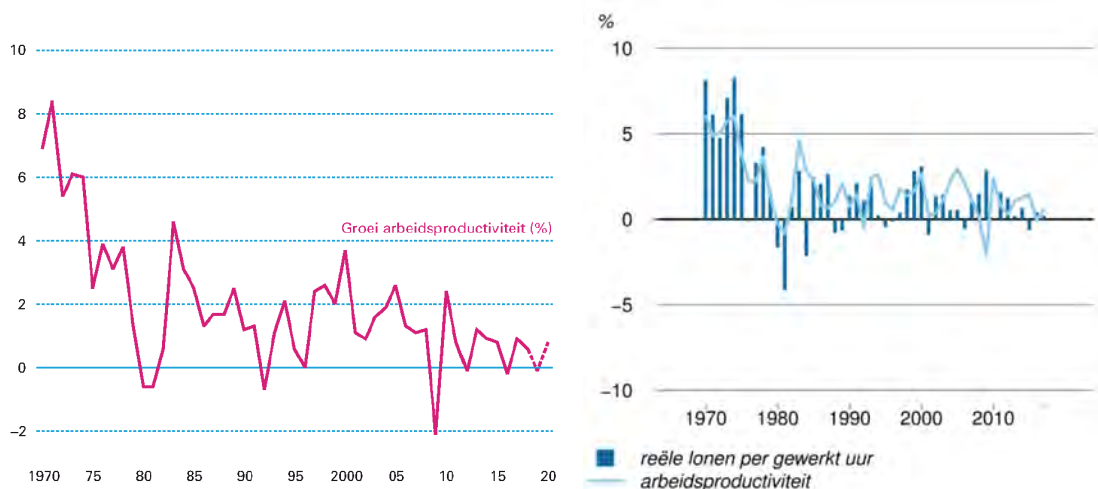
²⁹ Nibud (2019), *Meer dan helft van budget op aan vaste lasten*, 18 maart 2019

³⁰ ING Economisch Bureau (2019), *Consumptie nog altijd lager dan voor de crisis*, april 2019.

³¹ CPB (2019), *Verkenning Middellangetermijn 2022-2025*, november 2019.

Figuur 15a – Groei arbeidsproductiviteit, 1970-2020

Figuur 15b – Groei arbeidsproductiviteit en reële lonen, 1970-2017



Bron figuur 15a: Miljoenennota 2020

Bron figuur 15b: CPB

Een tweede interpretatie is dat de causaliteit ook andersom kan liggen. Een hogere loongroei lokt dan arbeidsbeparende investeringen uit, wat zich vertaalt in een hogere groei van de arbeidsproductiviteit per gewerkt uur³². En bij een hogere arbeidsproductiviteit is er ook weer meer ruimte om de hogere loonkosten te betalen. Volgens deze redenering zal een achterblijvende loongroei (door een gebrek aan arbeidsbesparende investeringen) bijdragen aan een daling van de arbeidsproductiviteit.

Een derde verband is dat tussen de groei van de arbeidsproductiviteit en de flexibilisering van de arbeidsmarkt. De OESO signaleert dat een overmatig gebruik van niet-standaard contracten (zzp, tijdelijk werk) waarschijnlijk ten koste gaat van de groei van de arbeidsproductiviteit³³:

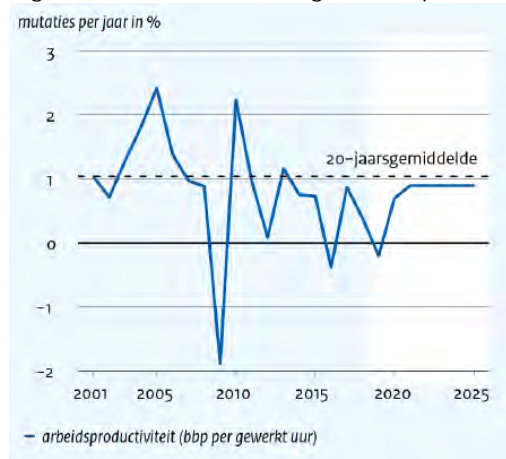
(...) a high share of non-standard work is not necessarily associated with higher productivity or even employment, and the impact on labour market resilience may be negative. The self-employed (and own-account workers in particular) are, on average, less productive than employees with equivalent characteristics. Similarly, smaller firms are less productive than bigger ones. The type of self-employment growth observed in the Netherlands (i.e. primarily older, own-account workers) is unlikely to lead to significant productivity gains and employment growth. The international literature also indicates that excessive use of temporary workers tends to reduce productivity growth, which can be partially explained by lower firm-level investments in the training of non-standard workers.

Voor de periode 2022-2025 raamt het CPB bij ongewijzigd beleid de productiviteitsontwikkeling (0,8 procent per jaar) iets hoger dan voor de huidige kabinetsperiode (0,7 procent). Dit neemt niet weg dat de geraamde productiviteitsontwikkeling onder het 20-jaarsgemiddelde blijft hangen (figuur 15c). Het verhogen van de arbeidsproductiviteit wordt opgepakt in vervolgtrajecten van de SER.

³² De verschillende invalshoeken komen aan bod in het ESB-themanummer over de stagnerende productiviteit van 10 oktober 2019.

³³ OESO (2019), *OECD Input to the Netherlands Independent Commission on the Regulation of Work* (Commissie Regulering van Werk), Juni 2019.

Figuur 15c – Ontwikkeling arbeidsproductiviteit 2001-2025



Bron: CPB, Verkenning Middellangetermijn 2022-2025

4.4.5 Herverdeling en belastingen op arbeid, consumptie, milieu en kapitaal

Bij herverdeling via belastingheffing staan sociale baten tegenover economische kosten. De prijs van herverdelen komt onder meer tot uiting in de gedragsreacties van burgers en bedrijven. Zo leidt hogere belasting op arbeid tot minder werk, belasting op consumptie leidt tot ander bestedingsgedrag en winstbelasting beïnvloedt de investeringskeuze van bedrijven. De afruil tussen herverdeling en economische groei is een politieke keuze.

OESO-onderzoek uit 2010 maakt aannemelijk dat belastinggrondslagen meer of minder verstorend kunnen zijn voor economische groei³⁴:

1. Belasting op vermogen (minst verstorend)
2. Belasting op consumptie
3. Belasting op persoonlijke arbeid
4. Belasting op ondernemingswinst (meest verstorend)

Bij het vormgeven van het belastingstelsel is het onder meer de kunst om de kosten voor herverdeling op een evenwichtige manier over de verschillende belastinggrondslagen te spreiden.

Inmiddels vraagt de OESO zich af of de gegroeide lastenverdeling verenigbaar is met het streven naar inclusieve groei³⁵. In dit verband zoekt de OESO naar manieren om de hoge belasting op arbeid (met name de hoge marginale wig bij lagere arbeidsinkomens) te verlagen. Een manier is om de relatieve bijdragen van de verschillende belastinggrondslagen (arbeid, consumptie, milieu, vermogen, winst) opnieuw tegen het licht te houden.

In de OESO zijn voorstellen gedaan om agressieve belastingontwijking (BEPS; base erosion and profit shifting) door multinationale bedrijven (MNEs) tegen te gaan. Agressieve belastingontwijking leidt tot een ongelijk speelveld tussen bedrijven, verhoogt de inkomensongelijkheid en beperkt de mogelijkheden voor herverdeling.

Unlike a general corporate tax rate reduction, selfhelp tax reductions through BEPS results in differential tax rates between aggressive tax planning multinational enterprises [MNEs], less aggressive MNEs and domestic-only businesses. These distortions not only cause economic inefficiencies that can reduce economic growth but they also have distributional effects. As BEPS is more likely to reduce taxes on

³⁴ OESO (2010), *Tax Policy reform and Economic Growth*, OECD Tax Policy Studies no.20

³⁵ OESO (2016), *Tax Design for Inclusive Economic Growth*, OECD Taxation Working papers no. 26.

economic rents from unique intangible assets and firm-specific strategies, the effects of reducing BEPS are more likely to fall on capital income, which would have progressive distributional effects. (...)

An inclusive growth strategy may focus on scaling back corporate income tax incentives. Indeed, corporate income tax systems include a number of tax incentives which reduce tax revenues and create economic distortions. These tax incentives should be reconsidered for their economic growth and distributional consequences. (...)

Reducing corporate BEPS behaviours would also be part of a strategy that supports more inclusive growth. Reducing international corporate tax avoidance through implementation of the measures agreed to as part of the OECD/G20 BEPS project is likely to reduce economic efficiencies, provide additional revenue for productivity-enhancing infrastructure investment or efficiency-improving tax reductions, and have positive progressive tax effects.

Binnen de (optimale) belastingmix spelen verschillende overwegingen een rol. Zo wordt het beleid rond de vormgeving van de winstbelasting sinds enkele jaren vooral bepaald door de internationale context. Er is een veelheid aan maatregelen genomen om de belastingontwijking terug te dringen. Tegelijkertijd zal het tarief voldoende competitief moeten blijven om investeringen en werkgelegenheid aan Nederland te blijven binden.

Verder zal een verschuiving de belastingmix (consumptie, arbeid, milieu, vermogen, winst) rekening moeten houden met de soliditeit (erosie van de grondslag), de conjunctuurgevoeligheid, de uitvoering en de maatschappelijke acceptatie.

Los van de belastingmix is van belang om de samenhang tussen belastingen en herverdeling beter te bewaken. Dit speelt vooral bij het verlagen van de hoge marginale druk bij de lage en midden inkomens. Gaan werken (vanuit inactiviteit) en meer uren werken (vanuit een deeltijd baan) moet meer lonen. De scherpe afbouw van heffingskortingen en toeslagen leidt tot een hoge marginale wig, wat fnuikend is voor de arbeidsparticipatie en de begrijpelijkheid van het stelsel.

In dit verband pleit de OESO een integrale benadering (a systems approach) van belastingen en sociale zekerheid:

While looking at efficiency-equity trade-offs on a tax-by-tax basis is critical, it is not sufficient for pro-inclusive growth tax design. In order to pursue sensible tax policy, it is essential to view the tax system as a system rather than consider its different elements in isolation (...)

The efficiency effects of taxes also interact with the benefits that are provided. High marginal effective tax rates, for instance, are not only the result of high marginal taxes and/ or tax provisions that are reduced with income but also as a result of benefits that are withdrawn when income rises. It is the combined effect of taxes and transfers that will influence the behaviour of households and businesses.

Bij de relatie tussen belastingheffing en herverdeling zijn verschillende afruilen in het geding. Er is sprake van een toenemende primaire inkomensongelijkheid die grotendeels via herverdeling wordt gecompenseerd. De taak van de overheid om via herverdeling een evenwichtige inkomensverdeling na te streven, wordt dus steeds zwaarder.

Een tweede observatie is dat de kosten van herverdeling mogelijk grotendeels bij de (hogere) middeninkomens terecht zijn gekomen (figuur 14).

Een derde observatie is dat de overheid voor deze herverdeling afhankelijk is van voldoende belasting- en premie-inkomsten. Het leeuwendeel van de belastinginkomsten is afkomstig uit het belasten van huishoudens (arbeid en consumptie). Het aandeel van bedrijven in de belastingmix is veel kleiner en betrekkelijk stabiel. Als de noodzaak van

herverdeling steeds groter wordt, en als de middeninkomens al zwaar worden belast, dan zijn er geen gemakkelijke keuzes over waar de voor herverdeling noodzakelijke middelen vandaan moeten komen.

Het is niet eenvoudig om een duidelijk verband te leggen tussen de belastingmix, de mogelijkheden voor herverdeling en de volatiliteit van de economie. Zo verminderen hoge collectieve lasten het besteedbaar inkomen van huishoudens en de mogelijkheden voor huishoudens om een eigen financiële buffer aan te leggen. Daar staat tegenover dat sociale vangnetten (waaronder voor werkloosheid) uit collectieve lasten worden gefinancierd. Het verdient nader onderzoek om te zien of, en zo ja hoe, de combinatie van belastingmix en herverdeling beter kan bijdragen aan het verminderen van de volatiliteit van de Nederlandse economie.

4.5 Volatiliteit en werking arbeidsmarkt

Er zijn verschillende wisselwerkingen tussen de volatiliteit van de Nederlandse economie en de werking van de arbeidsmarkt. Het is niet eenvoudig om deze goed in beeld te brengen. Verschillende empirische vragen zijn in het geding.

- Hoe werkt de volatiliteit van de Nederlandse economie door in de loonvorming, de werkgelegenheid en de flexibilisering van de arbeidsmarkt?
- Zou een flexibeler loonvorming de volatiliteit van de economie versterken of verzwakken?
- Zou een toenemende flexibilisering van de arbeidsmarkt de volatiliteit van de economie versterken of verzwakken?
- Als volatiliteit een gegeven is, wie moet dan de schokken opvangen?

In de volgende paragrafen wordt een aanzet gegeven voor de beantwoording van deze vragen. De werking van de arbeidsmarkt komt ook in komende SER-trajecten aan de orde.

Deze paragraaf kijkt naar de loonvorming in Nederland voor zover dat voor werkenden en bedrijven een relatie heeft (of kan hebben) met de volatiliteit van de Nederlandse economie. Het is niet de bedoeling om op deze plaats een volledig beeld te geven van alle instituties die met loonvorming te maken hebben. De weergave is dan ook enigszins gestyleerd.

Paragraaf 4.5.1 onderzoekt in hoeverre bij de contractlonen sprake is van onvoldoende flexibiliteit (loonstarheid) in nominale termen, in reële termen en ten opzichte van de arbeidsproductiviteitsontwikkeling.

Paragraaf 4.5.2 legt een verband tussen de flexibilisering van de arbeidsmarkt en de volatiliteit van de binnenlandse bestedingen. De 'loonvorming' bij werkenden die niet onder CAO-bepalingen vallen, waaronder zzp-ers, reageert veel sterker op de conjunctuur.

Paragraaf 4.5.3 signaleert dat het bedrijfsleven dankzij flexibele werkenden beter met volatiliteit en onzekerheid kan omgaan.

Paragraaf 4.5.4 maakt aannemelijk dat de risico's van volatiliteit overwegend terecht komen bij zwakkere groepen op de arbeidsmarkt.

4.5.1 Loonvorming en volatiliteit economie

Loonvorming van werknemers die onder een CAO vallen

Er is een rijke economische literatuur over het verband tussen loonvorming en de conjunctuurbeweging. Een belangrijke waarneming is dat nominale lonen relatief star zijn en in tijden van oplopende werkloosheid niet omlaag bewegen. Deze loonstarheid doet zich ook voor bij een economische opleving, bijvoorbeeld omdat reeds afgesloten

CAO's nog doorlopen. Het gevolg is dat de (nominale) lonen najlen op de stand van de conjunctuur.

Vanuit het gezichtspunt van volatiliteit heeft deze waarneming twee kanten. Een invalshoek is dat nominale loonstarheid stabiliserend zou kunnen werken op het consumentenvertrouwen en de binnenlandse bestedingen en daarmee op de conjunctuurbeweging. In een neergaande conjunctuur zou loonstarheid dan een bodem leggen in de binnenlandse bestedingen. De koopkracht van de meeste werkenden blijft immers op peil. In een opgaande conjunctuur vormt dezelfde loonstarheid een rem op een snelle toename van de consumptie. Om loonstarheid stabiliserend te laten werken, moet voor werklozen wel sprake zijn van een solide vangnet.

Een tweede invalshoek is dat loonstarheid gedurende een recessie kan bijdragen aan een oplopende werkloosheid. Als de loonkosten in de recessie sneller neerwaarts aanpasbaar waren geweest, dan hadden er minder ontslagen hoeven te vallen³⁶:

De recessie heeft niet geleid tot lagere loonkosten. Als de klap van de recessie meer was opgevangen via de lonen, dan was de werkloosheid waarschijnlijk minder gestegen. In een recessie is normaliter sprake van neerwaartse druk op de lonen. Als de loonkosten dalen, zijn bedrijven eerder bereid om minder werknemers te ontslaan, of eerder weer werklozen in dienst te nemen.

Lonen van individuele werknemers passen zich echter niet snel naar beneden aan. In de helft van de banen dalen de lonen reëel (en soms ook nominaal) niet. In veel gevallen blijven de lonen gelijke tred houden met de inflatie. Vooral de lonen van ouderen en van werknemers met een relatief hoog inkomen zijn weinig flexibel.

Op macroniveau zijn de loonkosten (per eenheid product) gelijk gebleven. De loonkosten per uur zijn in de recessiejaren ongeveer even hard gegroeid als de productiviteit per uur (...). De recessie is dus niet opgevangen door goedkoper, maar door minder te produceren. Hierdoor is de werkgelegenheid afgenomen, wat uiteindelijk heeft geleid tot langdurige werkloosheid.

In deze analyse zorgt nominale loonstarheid ervoor dat de aanpassing aan de conjunctuur niet plaatsvindt via de prijzen (aanpassingen in loonkosten), maar via de hoeveelheden (aanpassingen via meer of minder werkloosheid). In een neergaande conjunctuur blijven de loonkosten per werknemer gelijk, maar behouden minder werknemers hun werk. In een opgaande conjunctuur gaat een vlakke loonontwikkeling samen met betrekkelijk veel werkgelegenheidswinst. Bij nominale loonstarheid gaat de conjunctuurbeweging dan gepaard met betrekkelijk grote uitslagen in het werkloosheidscijfer. Dit kan als een ongewenste vorm van macroeconomische volatiliteit worden gezien.

De twee invalshoeken (nominale loonstarheid stabiliseert binnenlandse bestedingen, loonstarheid leidt tot grotere uitslagen in het werkloosheidscijfer) werken tegen elkaar in. Het verband tussen nominale loonstarheid en volatiliteit is dus niet eenduidig.

De bovenstaande analyse gaat uit van nominale starheid van CAO-lonen over de conjunctuurbeweging. Dat wil niet zeggen dat er ook sprake is van een starre nominale loonontwikkeling. Figuur 16a laat zien dat de nominale loonstijging tussen 2013 en 2015 minder dan een procent bedroeg. De nominale loonvorming heeft dus wel op de recessie gereageerd, zij het met enige vertraging vanwege de doorlooptijden van CAO's.

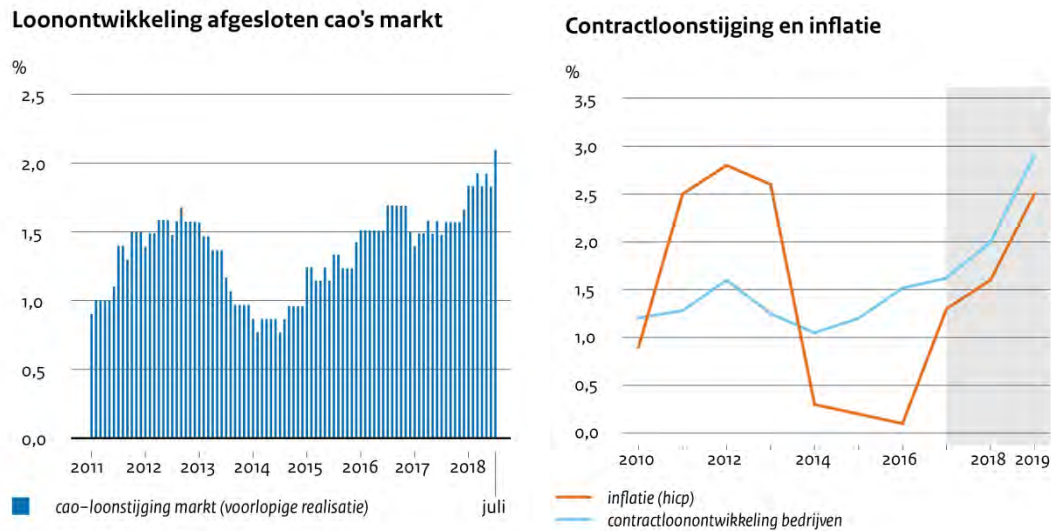
Er is ook een verschil tussen CAO-lonen en de verdiende inkomens van werknemers. Zo is er in tijden van hoogconjunctuur veel ruimte voor overwerk. Deze overuren fungeren

³⁶ Marloes de Graaf-Zijl, Daniël van Vuuren, Albert van der Horst, *Langdurige werkloosheid: Afwachten en hervormen*, CPB Policy Brief 2015/11, 11 juni 2015

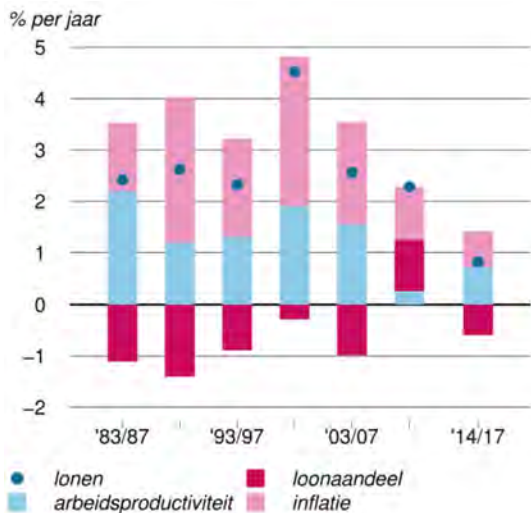
in een daaropvolgende recessie als een eerste buffer tegen een oplopende werkloosheid. Ook bij nominaal starre CAO-lonen is er dus flexibiliteit in de vorm van meer of minder gewerkte uren.

Verder is de loonontwikkeling in reële termen niet star geweest. Figuur 16b laat zien dat de contractloonontwikkeling in reële termen (rekening houdend met inflatie) tussen 2010 en 2014 negatief is geweest. Sinds 2014 neemt de loonontwikkeling toe en ligt de contractloonstijging weer boven de inflatie.

Figuur 16a – Gemiddelde loonontwikkeling in Nederland sinds 2011
 Figuur 16b – Gemiddelde contractloonstijging en inflatie sinds 2010



Figuur 16c – Componenten van loonontwikkeling naar subperiode, 1983-2017



Bron: CPB

Een aanvullende maatstaf is de vergelijking tussen loonontwikkeling en arbeidsproductiviteit. Deze relatie kwam al aan de orde in de vorige paragraaf. Op deze plaats gaat het vooral om de loonvorming gedurende de recessiejaren 2008-2013. Hoe hebben de loonkosten in Nederland gereageerd op de daling van de arbeidsproductiviteit in deze periode? Figuur 16c brengt dit in beeld.

Voor de recessiejaren 2008-2013 (de voorlaatste kolom in figuur 16c) valt op dat de reële loonkosten in Nederland relatief sterk toenemen ten opzichte van de arbeidsproductiviteit³⁷. In genoemde periode heeft de loonvorming mogelijk niet snel genoeg gereageerd op de daling van de productiviteitsgroei.

Over gehele periode bezien (1983-2017) blijkt de reële groei van de loonkosten juist achter te blijven bij de groei van de arbeidsproductiviteit. Dit uit zich in een daling van het loonaandeel. De daling van het loonaandeel in de jaren 1980 kan gezien worden als een reactie op de te hoge loonontwikkeling van de jaren 1970.

Overkoepelend beeld loonvorming in Nederland

Er zijn verschillende maatstaven om de responsiviteit van de CAO-loonvorming in Nederland over de conjunctuurbeweging te beoordelen. Hoe flexibel is de loonvorming in nominale termen, in reële termen en ten opzichte van de ontwikkeling van de arbeidsproductiviteit? En welke mate van flexibiliteit is nodig in het licht van de volatiliteit van de Nederlandse economie?

Over de conjunctuurbeweging heen is sprake van nominale loonstarheid; in tijden van recessie gaan de CAO-lonen nominaal niet omlaag. De nominale loonontwikkeling reageert wel op de stand van de conjunctuur, zij het met enige vertraging. Dit hangt samen met de looptijden van CAO's.

Er is geen sprake van reële loonstarheid. Gedurende de laatste recessie bleef de groei van de contractlonen betrekkelijk snel achter bij de inflatie ontwikkeling.

De CAO-loonontwikkeling heeft in de periode 2008-2013 mogelijk onvoldoende snel gereageerd op de daling van de arbeidsproductiviteit. Ook dit kan te maken hebben met de doorlooptijd van CAO's. Daar staat tegenover dat CAO-lonen over een langere periode bezien achterblijven bij de groei van de arbeidsproductiviteit.

Het is niet eenvoudig om deze bevindingen te relateren aan de volatiliteit van de Nederlandse economie. De CAO-loonontwikkeling regeert met enige vertraging op de conjunctuur, maar dat heeft ook stabiliserende effecten. Het is op voorhand niet duidelijk of snellere aanpassingen tot meer stabilisatie zullen leiden. Dit kan in vervolgotrajecten van de SER nader worden onderzocht.

4.5.2 Flexibilisering arbeidsmarkt en volatiliteit binnenlandse bestedingen

De bovenstaande analyse heeft vooral betrekking op de loonvorming van werknemers die onder CAO-bepalingen vallen. Daarnaast is er een steeds groter wordende flexibele schil. Zelfstandigen en flexibele werknemers hebben over de conjunctuurgolf heen te maken met een relatief grote inkomensvolatiliteit. Hun 'loonvorming' reageert veel directer op de stand van de economie.

De samenstelling van de flexibele schil is zeer divers. Het gaat zowel om zelfstandigen als om mensen die verschillende vormen van een flexibel contract hebben, van uitzendwerk tot jaarcontracten met uitzicht op vast werk. Verder hoeft voor werkenden flexibel werk niet de hoofdactiviteit te zijn. Zo is een deel van de groep flexibel werkenden voltijds scholier of student. Ook de mate waarin mensen voor hun levensonderhoud van een 'flexibel' inkomen afhankelijk zijn, loopt ver uiteen. De mate waarin huishoudens last kunnen hebben van dalende of wegvallende inkomsten uit flexibele arbeid kan dus verschillen.

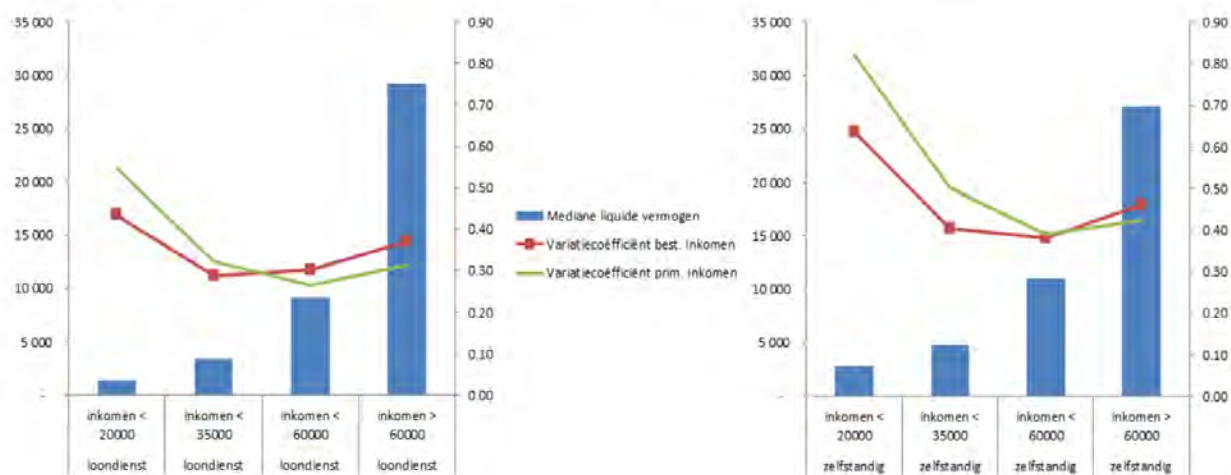
³⁷ Dit kan te maken hebben met labour hoarding. Werkgevers hielden aan het begin van de recessie werknemers in dienst, gelet op de moeite die het had gekost om in een overspannen arbeidsmarkt aan goed personeel te komen.

Binnen de groep (flexibele) werkenden zitten grote verschillen qua inkomenshoogte en inkomenszekerheid. Zelfstandigen hebben een veel hogere volatiliteit van primaire en besteedbare inkomens dan werknemers met vergelijkbare inkomens. Bij werknemers en zelfstandigen geldt dat de inkomensvolatiliteit het hoogst is bij de lagere inkomensniveaus. Daar komt bij dat de groepen met de hoogste inkomensvolatiliteit over de laagste liquide vermogens beschikken (figuur 17; stand vermogens per 1 januari 2014).

Figuur 17 – Zelfstandigen en lage inkomens hebben relatief volatiele inkomens

Variatiecoëfficiënt inkomens zelfstandigen en werknemers en mediane vermogen

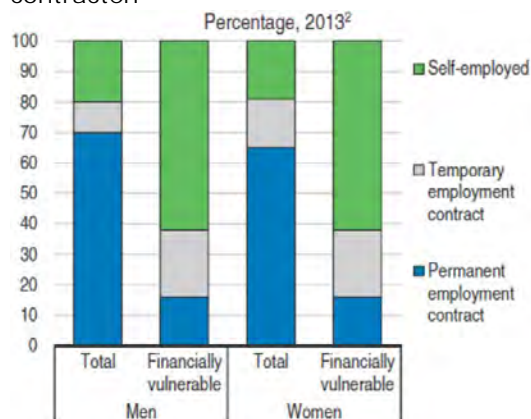
Bron: DNB



Bron: Bewerking DNB op basis van CBS Microdata

De DNB-figuur sluit aan bij een OESO-observatie dat de financieel kwetsbare werkgelegenheid in Nederland is geconcentreerd bij zelfstandigen en werknemers met tijdelijke contracten (figuur 18)³⁸. Het is ook in lijn met een constatering van het CPB dat de klap van de recessie mede door zzp-ers is opgevangen. Volgens het planbureau verloren in de recessie zzp-ers veel opdrachten en moesten ze hun tarieven verlagen om voor opdrachten in aanmerking te blijven komen³⁹.

Figuur 18 – Financieel kwetsbare werkgelegenheid vooral bij zelfstandigen en tijdelijke contracten



Bron: OESO

³⁸ De CBS-analyse van paragraaf 4.5.3 laat zien dat bij werknemers met een tijdelijk contract jongeren (waaronder scholieren en studenten) oververtegenwoordigd zijn.

³⁹ CPB, CEP 2019.

Het is aannemelijk dat flexibele werkkenden met relatief lage en volatiele inkomens bij economische tegenwind eerder de hand op de knip moeten houden. Dit komt mede doordat flexibele werkkenden minder aanspraak kunnen maken op sociale vangnetten (zie paragraaf 4.5.4). De OESO spreekt in dit verband van een verminderde weerbaarheid van de arbeidsmarkt voor economische schokken⁴⁰:

Finally, there is evidence that high shares of non-standard employment (combined with strict employment protection legislation on standard contracts) may lower the resilience of labour markets to economic shocks since such contracts are more cyclical in nature. Moreover, non-standard workers are less likely to be covered by unemployment benefits in the case of employment loss, which reduces the effect of automatic stabilisers.

In combinatie zal dit bijdragen aan de eerder gesignaleerde volatiliteit van de binnenlandse bestedingen.

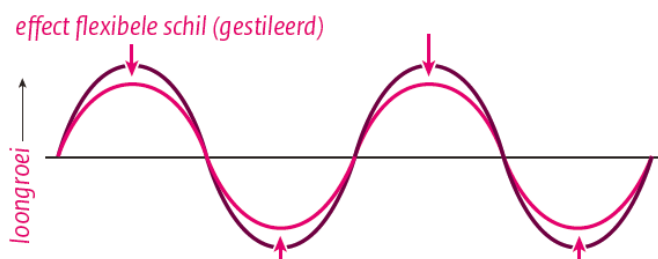
4.5.3 Flexibilisering arbeidsmarkt dempt volatiliteit economie

Een andere invalshoek is dat het bedrijfsleven dankzij de flexibilisering van de arbeidsmarkt beter met volatiliteit en onzekerheid kan omgaan. Zo kan de flexibele schil pieken en dalen op de arbeidsmarkt opvangen. In een opgaande conjunctuur hebben flexibele werkkenden (mogelijk na eerdere werkloosheid) weer meer kans op werk, in een neergaande conjunctuur verliezen ze als eersten hun baan. Dit helpt bedrijven in een volatiele omgeving en kan zodoende een bijdrage leveren aan het aanpassingsvermogen van de economie.

Een tweede mechanisme is dat flexibele werkkenden over de conjunctuurbeweging heen de loonfluctuaties dempen. Illustratief in dit verband is een figuur uit de CPB-studie *Vertraagde Loonontwikkeling in Nederland ontrafeld* van Yvonne Adema en Iris van Tilburg. Figuur 19 toont een gestyleerd verband tussen loongroei en conjunctuur. De auteurs geven de volgende toelichting:

De flexibele schil in Nederland zorgt ervoor dat de loongroei minder afneemt in een recessie en minder toeneemt in een economische opgang. Zowel medewerkers met een tijdelijk contract als uitzendkrachten zorgen via samenstellingseffecten voor minder fluctuaties in de loongroei. Wanneer de economie aantrekt, worden er relatief veel werknemers op een tijdelijk contract aangenomen en relatief veel uitzendkrachten ingezet. Omdat beide gemiddeld een lager loon hebben, remt dit de gemiddelde loongroei op nationaal niveau. Tijdens een laagconjunctuur verliezen tijdelijke werknemers en uitzendkrachten als eersten hun baan, waardoor de gemiddelde loongroei op macroniveau minder afzwakt.

Figuur 19 – Flexibele schil dempt loonfluctuaties



Bron: CPB

De twee genoemde mechanismen (flexibele werkkenden vangen pieken en dalen op, flexibele werkkenden dempen de loongroei) bestaan naast elkaar en hebben verschillende implicaties voor het opvangen van de volatiliteit van de Nederlandse economie. Als

⁴⁰ OESO (2019), op.cit.

flexibele werkenden de grootste pieken en dalen opvangen, dan zal het bedrijfsleven minder last hebben van nominale loonstartheid bij werknemers in vaste dienst. Aan de andere kant zullen flexibele werkenden (zeker bij minder toereikende sociale vangnetten) een relatief hoge inkomensvolatiliteit ervaren. Dit kan bijdragen aan een hoge volatiliteit van de particuliere consumptie.

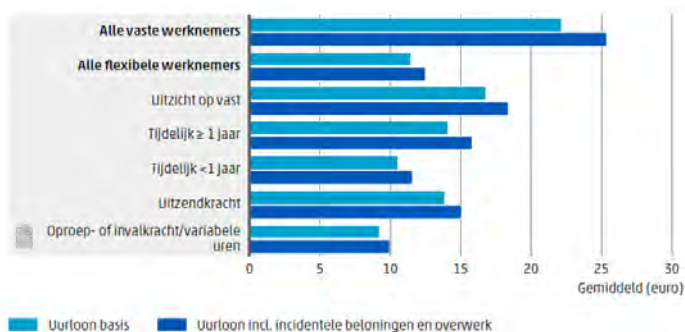
In deze redenering is van belang dat flexibele werknemers gemiddeld minder verdienen dan werknemers met een vast contract en ook meer baan- en inkomensonzekerheid hebben. Dit wordt bevestigd door een recente CBS-analyse⁴¹.

Flexibele werkenden hebben gemiddeld lagere jaarinkomens dan werknemers in vaste dienst. Een eerste verklaring hiervoor is dat flexibele werknemers in vergelijking met vaste werknemers vaker een periode van werkloosheid of inactiviteit doormaken. In combinatie met minder adequate vangnetten levert dit over de conjunctuurcyclus lagere inkomens en meer inkomensonzekerheid op.

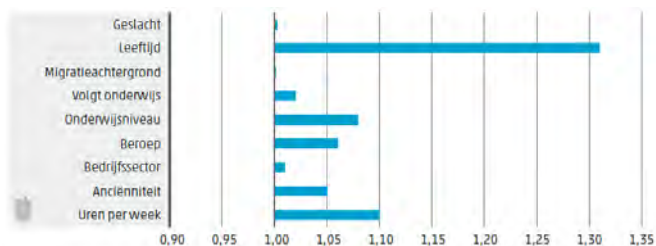
Een tweede verklaring is dat flexibele werknemers per gewerkt uur minder verdienen dan werknemers in vaste dienst. Het CBS-onderzoek laat zien dat werknemers met een flexibele arbeidsrelatie in 2016 ongeveer de helft verdienen van werknemers met een vaste arbeidsrelatie (figuur 20).

Het aangetroffen loonverschil van ongeveer 48 procent hangt samen met verschillen in achtergrondkenmerken (figuur 21); flexibele werknemers zijn bijvoorbeeld gemiddeld jonger en lager opgeleid. Zonder verschillen in achtergrondkenmerken zou het gemiddelde loonverschil ongeveer 7 procent zijn (figuur 22).

Figuur 20 - Uurloon van werknemers naar type arbeidsrelatie, 2016

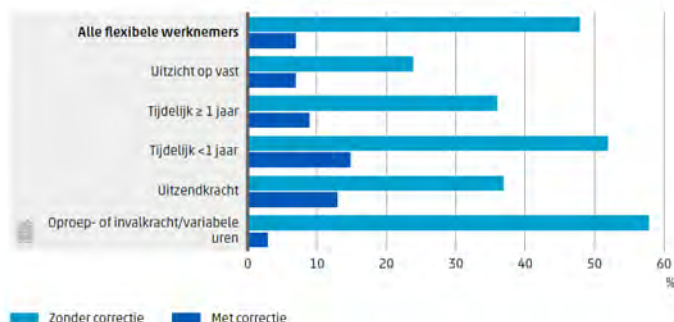


Figuur 21 - Effect op uurloon van verschillen in achtergrondkenmerken tussen vaste en flexibele werknemers, 2016



⁴¹ Wendy Smits en Jannes de Vries (2019), *Loonverschil tussen flexibele en vaste werknemers*, CBS Statistische Trends.

Figuur 22 - Verschil in basisloon met vaste werknemers, 2016

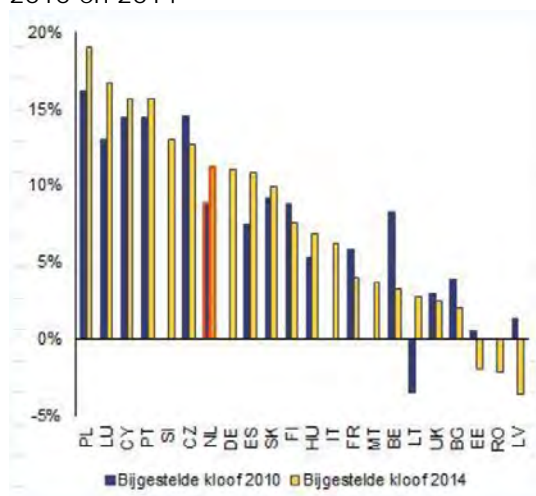


Bron: CBS

Het is evenwel moeilijk om op basis van deze cijfers harde uitspraken te doen over het werkelijke loonverschil tussen werknemers met flexibele en vaste arbeidsrelaties in Nederland. Zo hangen de achtergrondkenmerken waarvoor het CBS corrigeert deels samen met de flexibilisering van de arbeidsmarkt. Flexibele werknemers bouwen door kortere contracten minder anciënniteit op en werken vaker in beroepen en sectoren die gekenmerkt worden door veel flexwerk. Het is ook mogelijk dat sprake is van niet-waargenomen productiviteitsverschillen, waardoor werknemers in vaste dienst productiever zijn en daarom een hoger loon verdienen.

Figuur 24 geeft een overzicht in EU-perspectief voor de jaren 2010 en 2014. In de meeste EU-landen verdienen tijdelijke werknemers significant minder dan werknemers in vaste dienst, ook na correctie voor achtergrondkenmerken. Het verschil is in Nederland relatief groot. Recent DNB-onderzoek laat verder zien dat de loonachterstand in Nederland tussen 2006 en 2018 niet is afgenomen⁴².

Figuur 24 – Loonkloof tussen vast en tijdelijk werk na correctie voor achtergrondkenmerken, 2010 en 2014



Bron: Europese Commissie

⁴² DNB (2019), *Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten*, december 2019, nr. 18.

Verschillende waarnemers signaleren dat de lagere beloning van flexibele werkenden gevolgen kan hebben voor de loonontwikkeling op macro-niveau. Dit verdient nader onderzoek. De onderstaande analyse is afkomstig van DNB⁴³:

De toenemende flexibilisering van de arbeidsmarkt kan de loonontwikkeling ook indirect beïnvloeden. De ontslagkosten van flexwerkers zijn lager dan die van werknemers met een vast contract, wat ertoe leidt dat deze groep minder sterk staat in onderhandelingen over de stijging van hun beloning. Bovendien zijn flexwerkers minder goed vertegenwoordigd in vakbonden door hun lagere organisatiegraad. Tegelijkertijd bedreigt een grote flexibele schil ook de onderhandelingspositie van werknemers met een vast contract, omdat die moeten concurreren met goedkopere flexkrachten. Ten slotte kan flexibilisering gepaard gaan met achterblijvende productiviteitsgroei. Werkgevers investeren minder in de kennis en vaardigheden van flexwerkers, met als gevolg dat het potentieel van flexwerkers onvoldoende wordt benut, wat de kansen op een betere functie of hogere beloning verlaagt.

4.5.4 Wie draagt de risico's van volatiliteit op de arbeidsmarkt?

In de voorgaande paragrafen werd duidelijk dat er verschillende dwarsverbanden zijn tussen de flexibilisering van de arbeidsmarkt en de volatiliteit van de Nederlandse economie. Flexibilisering van de arbeidsmarkt kan leiden tot volatielere binnenlandse bestedingen. Aan de andere kant zullen bedrijven in een volatiele economie baat hebben bij een flexibele schil van werkenden. Nader onderzoek is nodig om te zien welk effect domineert.

Bij dat onderzoek is het echter van belang om de analyse een niveau hoger te tillen. De vraag naar de optimale flexibiliteit van werkenden is te beperkt. Vanuit het brede welvaartsbegrip geredeneerd zou het de vraag moeten zijn hoe we volatiliteitsrisico's op de arbeidsmarkt het best kunnen opvangen en verdelen. In dat geval is het logisch om te kijken naar de mogelijke bijdragen van de overheid, bedrijven en werkenden.

Bij de huidige inrichting van de arbeidsmarkt wordt een groot deel van de aanpassingslast gedragen door flexibele werkenden. Een deel van de flexibele werkenden ontvangt voor dit risico geen compensatie, terwijl sociale vangnetten onvoldoende op hun situatie zijn afgestemd.

De sociale zekerheid voor werknemers met een onzeker contract en voor zelfstandig ondernemers vertoont gaten. Zo hebben werknemers met een flexibel contract een minder goede toegang tot sociale zekerheid dan werknemers met een vaste baan. Verder worden zelfstandig ondernemers geacht in goede tijden reserves op te bouwen voor slechte tijden en geld over te houden voor pensioenopbouw en voor het afdekken van het risico van arbeidsongeschiktheid. Een belangrijk deel van de zelfstandigen verdient echter te weinig om dat te kunnen doen.

De Europese Commissie wijst in het Landverslag Nederland 2019 op de sociaaleconomische risico's van een gesegmenteerde arbeidsmarkt:

Hoewel de arbeidsmarkt van de crisis hersteld is in termen van werkgelegenheid, banen en werkloosheidscijfers, is de samenstelling van de beroepsbevolking het afgelopen decennium veranderd. Het aandeel vaste contracten is afgenomen, terwijl er een opvallende stijging te zien was in flexibele contracten en zelfstandige arbeid. Hoewel flexibele arbeidsrelaties zorgen voor een efficiënte afstemming van vraag en aanbod op de arbeidsmarkt, houdt een al te flexibele arbeidsmarkt met een groot aandeel zelfstandige arbeid sociaaleconomische risico's in, zoals onderinvestering in

⁴³ DNB (2018), *Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten*, juni 2018. Zie ook: Europese Commissie (2018, 2019), *Landverslag Nederland*; OESO (2018), *Economic Surveys Netherlands*; IMF (2018), *Netherlands; selected issues*.

menselijk kapitaal (menselijke kennis en/of vaardigheden), en onderverzekering voor ouderdom, arbeidsongeschiktheid en ziekte.

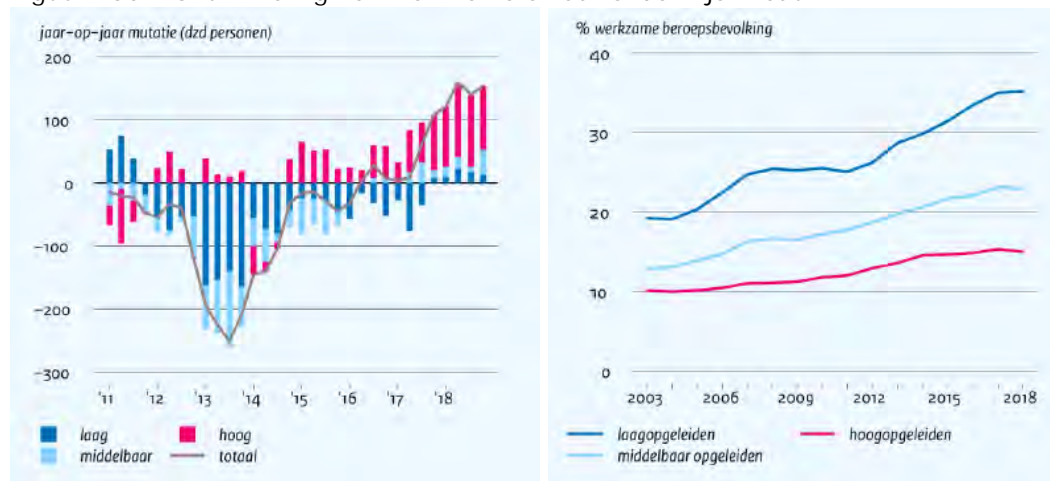
Het aandeel flexwerk neemt toe op de arbeidsmarkt. Zowel het aantal tijdelijke werknemers als het aantal zelfstandigen zonder personeel is de laatste tien jaar aanzienlijk toegenomen. De tendens naar flexibele dienstbetrekkingen wordt in belangrijke mate gestimuleerd door uiteenlopende institutionele factoren, zoals een gunstige fiscale behandeling (voor de zelfstandigen zonder personeel) en verschillen in de wetgeving op het gebied van sociale verzekeringen, alsook grote verschillen in de arbeids- en ontslagbeschermingsregels voor vaste en tijdelijke contracten. Zelfstandigen zijn niet verplicht zich te verzekeren tegen arbeidsrisico's zoals ongevallen op het werk, inactiviteit en ouderdom (tweede pijler). Deze factoren en verschillen kunnen leiden tot positieve en negatieve financiële prikkels met bijzonder versturende effecten aan de onderkant van de arbeidsmarkt. Die zijn een belemmering voor billijke arbeidsvoorwaarden, waardoor soepele doorstroming op de arbeidsmarkt en inclusieve groei worden gehinderd. Daarnaast kan arbeidsmarktsegmentering een negatief effect hebben op loonontwikkelingen en wordt niet iedereen adequate sociale bescherming geboden.

Arbeidsmarktsegmentering uit zich steeds meer in een verschil in baan zekerheid dat afhankelijk is van het opleidingsniveau. Hoogopgeleiden hebben nog steeds veel kans op vast werk, terwijl laag- en middelbaar opgeleiden steeds meer aangewezen zijn op flexibele arbeidscontracten. In het CEP 2019 signaleert het CPB dat door de flexibilisering van de arbeidsmarkt de verschillen tussen laag- en hoogopgeleiden zijn toegenomen.

Het CEP 2019 bevat verschillende figuren die dit beeld staven. De economische risico's (kans op werkloosheid, armoede) komen vooral terecht bij werknemers met een flexibel arbeidscontract en bij zzp-ers (figuur 25c, figuur 26a). Bij flexibele werknemers gaat het vooral om laag en middelbaar opgeleiden (figuur 25b). Vooral laag en middelbaar opgeleiden hebben gedurende de recessie vaste banen verloren (figuur 25a). Deze groepen ervaren een beperkte koopkrachtontwikkeling en hebben relatief weinig vertrouwen in de toekomst (figuur 26b, 26c).

Figuur 25a – Ontwikkeling vaste contracten naar opleidingsniveau

Figuur 25b – Ontwikkeling flex-werknemers naar onderwijsniveau



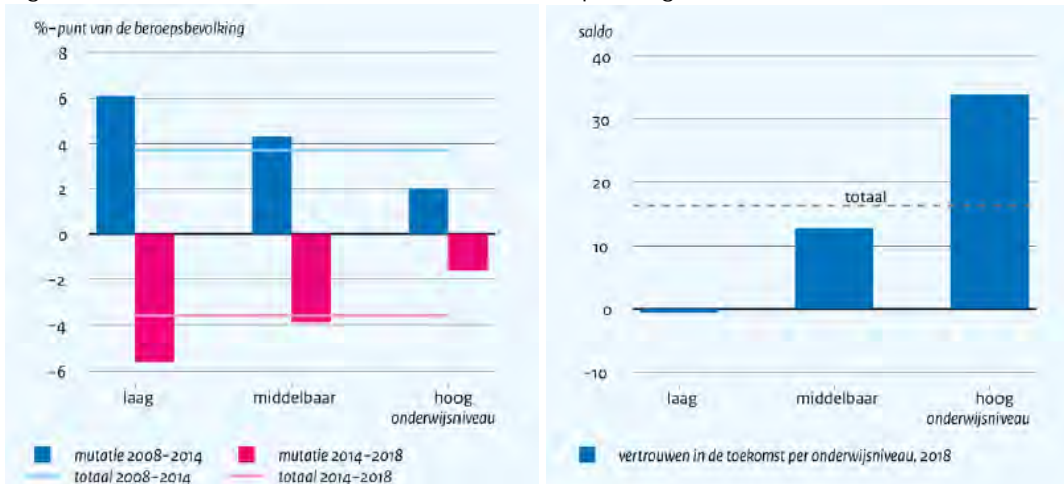
Figuur 25c – Deel werknemers dat een jaar later werkloos is



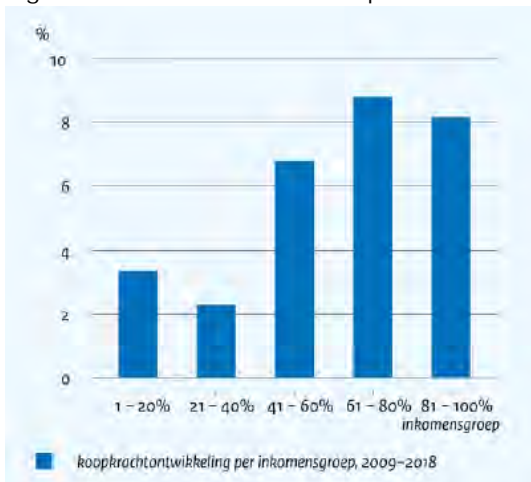
Bron: CPB, CEP 2019

Figuur 26a – Werkloosheid naar opleidingsniveau

Figuur 26b – Vertrouwen in de toekomst naar opleidingsniveau



Figuur 26c – Cumulatieve koopkrachtontwikkeling naar inkomensgroep



Bron: CPB, CEP 2019

Tegen deze achtergrond maakt het CPB zich zorgen over de trage voortgang bij het adresseren van de flexibiliserende arbeidsmarkt:

De nadelen die aan flexibele arbeidsrelaties zijn verbonden, komen voor een betrekkelijk groot deel voor rekening van zwakkere groepen op de arbeidsmarkt. Dit geldt in sterkere mate tijdens recessies en economische crises. Algemene maatregelen die de lusten en lasten van flexibele arbeid gelijkjer verdelen, zullen ook positief uitwerken tijdens een volgende economische dip.

Overkoepelend beeld

De samenhang tussen flexibilisering van de arbeidsmarkt en macroeconomische volatiliteit is niet eenduidig. Aan de ene kant hebben bedrijven flexibiliteit nodig om in een onzekere en volatiele omgeving staande te blijven. Aan de andere kant ervaren flexibele werkenden bij gemiddeld lagere inkomens een hogere mate van inkomensonzekerheid, wat kan bijdragen aan de volatiliteit van de particuliere consumptie.

Het is wel aannemelijk dat de risico's van volatiliteit overwegend terecht komen bij zwakkere groepen op de arbeidsmarkt. Dit is – ook los van volatiliteit – maatschappelijk en economisch ongewenst. Dit is een reden om de arbeidsmarktpositie van deze groep te versterken en hen een goed vangnet te bieden.

Vanuit het brede welvaartsbegrip geredeneerd is het zaak om de volatiliteitsrisico's op de arbeidsmarkt beter op te vangen en eerlijker te verdelen. Dit vraagt om een nieuwe analyse van de rol van de overheid, bedrijven en werkenden. Dit is een onderwerp voor komende SER-trajecten.

4.6 Woningmarkt

De woningmarkt kenmerkt zich als een sterk procyclische sector. De volatiliteit is hoog. De sector reageert sterk op conjuncturele ontwikkelingen. Zo bepalen rentestanden voor een groot deel de ontwikkeling van huizenprijzen en reageert het aanbod zeer beperkt op de vraag. Daarnaast beïnvloeden fiscale regels de volatiliteit. De recente aanpassingen van het fiscale regime voor de eigen woning zetten een zekere rem op de volatiliteit.

De recente fiscale wijzigingen betreffen hoofdzakelijk de beperking van de hypotheekrenteaftrek, waarbij voor nieuwe hypotheekleningen een aflossingsverplichting geldt. Bovendien zijn de normen voor het maximaal te lenen bedrag aangescherpt, waardoor inbreng van eigen middelen noodzakelijk is om een koopwoning aan te schaffen. De 'loan to value' ratio vertoont hierdoor een dalende trend. De 'loan to income' normen zijn de afgelopen jaren eveneens strenger geworden. De volatiliteit op de woningmarkt uit zich niet alleen in woningprijzen. Zo is er een sterke correlatie tussen woningprijzen en grondprijzen. Gemeenten verkopen de grond wanneer de prijzen hoog zijn en verkopen geen of minder grond wanneer de prijzen laag zijn. Ook de bouwcapaciteit hangt af van de conjunctuur, waarbij personeel en materiaal schaars zijn in tijden van hoogconjunctuur. Daarnaast heeft overheidsinterventie impact op de woningmarkt. De overheid intervenueert op de markt voor koopwoningen via fiscale regels en op de huurmarkt onder meer via het beleid op de huurtoeslag.

4.6.1 Grote krapte op de woningmarkt

Op de woningmarkt was de klap na de crisis groot, met een forse prijsdaling en krimp van de woningproductie. Het herstel van de prijzen na de crisis was krachtig. In 2019 verkeert de Nederlandse woningmarkt zelfs in een periode van oververhitting. De reeds krappe woningmarkt verkraapt verder. Prijsstijgingen zijn sterk, verkooptijden erg kort en het aandeel verkopen boven de vraagprijs neemt toe. Ook in de huurmarkt overtreft de vraag naar sociale huurwoningen en commerciële huurwoningen in het

middensegment⁴⁴ het beschikbare aanbod. Dit wordt verklaard doordat vraag en aanbod op de woningmarkt op de korte termijn niet in evenwicht kunnen worden gebracht.

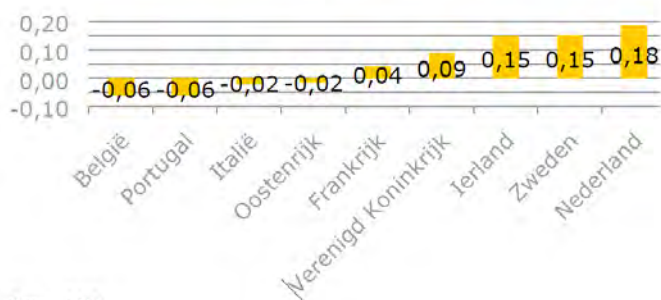
Een gevolg van de volatiliteit op de woningmarkt is de capaciteitsproblematiek in de bouw. Zowel de productie- als de plancapaciteit zijn onderhevig aan de varkenscyclus⁴⁵. Veel gemeenten voerden actief grondbeleid en namen daarmee een risico op grondprijzdaling ingeval van inzakken van de woningmarkt. De laatste jaren is meer sprake van faciliterend (passief) grondbeleid door gemeenten waarbij de grondverwerving- en uitgifte overgelaten wordt aan private partijen.

De overheid heeft de volatiliteit verkleind door aanpassingen door te voeren in de fiscale regels bij eigen woningbezit. Bij de aanschaf van een woning dient meer eigen vermogen te worden ingebracht en tijdens de looptijd van de hypotheeklening dient te worden afgelost. Dit verkleint de volatiliteit.

4.6.2 De woningmarkt versterkt de conjunctuurcyclus

De woningmarkt is sterk onderhevig aan de conjunctuurcyclus. De prijsontwikkeling (stijgende prijzen bij hoogconjunctuur en dalende prijzen bij laagconjunctuur) maken onderdeel uit van de volatiliteit en versterken op die wijze de conjunctuurcyclus. In figuur 27 komt duidelijk naar voren dat in Nederland dit effect sterker is dan in omringende Europese landen.

Figuur 27 - Sterke samenhang huizenprijzen en consumptie



Bron: DNB

Belangrijk onderdeel van de volatiliteit op de woningmarkt betreft de productiecapaciteit. Deze is sterk gekrompen in de periode 2009-2015. Tijdens en na de crisis hebben velen die werkzaam waren in de bouwsector, die sector verlaten. Deze krimp van werkgelegenheid en productiecapaciteit remt in de herstelperiode de woningbouw.

⁴⁴ Huurwoningen in het middensegment zijn huurprijzen boven de liberalisatiegrens van €720,42 tot circa €1.000,=.

⁴⁵ Definitie varkenscyclus: Verschijnsel dat het aanbod van een bepaald product of een bepaalde dienst te groot wordt na een periode van tekort en te klein na een periode van overschot. Dit wordt verklaard doordat aanbieders massaal reageren op de hoogte van de prijzen, maar tegen de tijd dat deze reactie doorwerkt op het aanbod, is de prijs alweer omgeslagen.

Tabel 2 - Mutaties in de woningvoorraad, 2005-2015

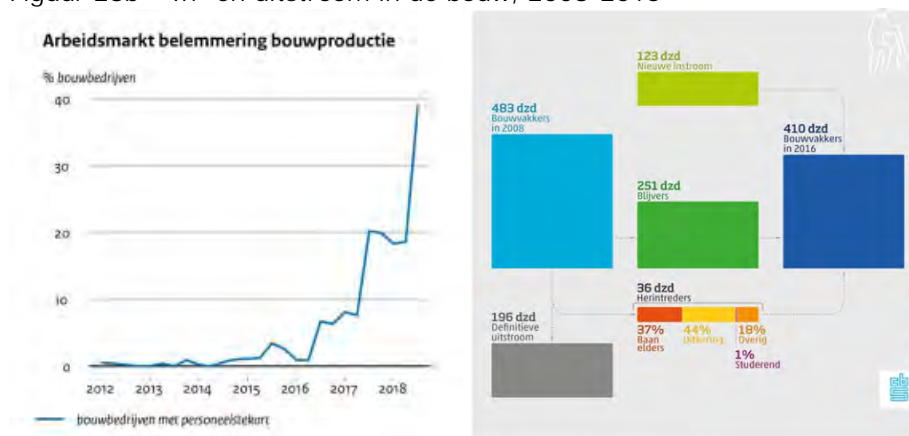
	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Woningvoorraad per 01.01	6.858.700	7.172.400	7.217.800	7.386.700	7.449.300	7.535.300	7.588.000
Nieuwbouw	67.000	56.000	57.700	48.700	49.300	45.200	47.900
Onttrekkingen	19.000	15.100	14.500	40.000	31.300	27.200	25.000
Administratieve correcties	-1.600	-1.500	-2.400	11.600	4.200	400	1500

Bron: Ministerie van BZK, Cijfers over Wonen en Bouwen 2016

Momenteel is er onvoldoende personeel in de bouw om aan de gestegen vraag naar nieuwbouw te voldoen. Figuur 28a geeft het percentage bouwbedrijven weer dat kampt met een personeelstekort. Het personeelstekort is het directe gevolg van een grote uitstroom van personeel uit de bouw tijdens de crisis. Tussen 2008 en 2016 verlieten 232 duizend mensen de bouw (zie figuur 28b). Van hen keerden bijna 36 duizend weer terug (bron CBS). Het aantal werkenden in de bouw neemt vanaf 2015 weer toe.

Figuur 28a – Bouwbedrijven met een personeelstekort

Figuur 28b – In- en uitstroom in de bouw, 2008-2016



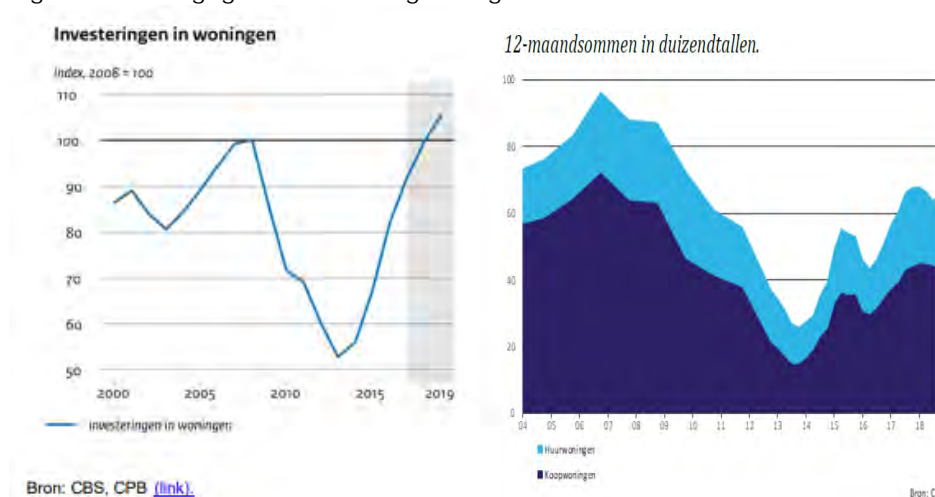
Bron: CPB, CBS

Bron: CBS

Voor wat de bouw van nieuwe woningen betreft is sinds het begin van de crisis de bouw drastisch afgenomen (zie figuur 29a). In de periode 2008-2013 valt een scherpe daling van de investeringen in woningen waar te nemen.

Figuur 29a - Investeringen in woningen

Figuur 29b - Afgegeven bouwvergunningen



Bron: CBS, CPB ([link](#)).

Bron: CBS

Vanaf 2015 is het herstel in de ontwikkeling begonnen. Zie figuur 29b voor de ontwikkeling in het aantal afgegeven bouwvergunningen. Het streven is om jaarlijks 75.000 woningen te bouwen om daarmee in te spelen op de demografische ontwikkelingen. Overigens toont recentelijk onderzoek vanuit de branche zelf⁴⁶ aan dat de beoogde bouw van 75.000 woningen per jaar onvoldoende is om aan de huidige en toekomstige vraag te voldoen.

Het inwoneraantal neemt toe alsmede het aantal huishoudens, waaronder meer eenpersoonshuishoudens. Het beoogde aantal van 75.000 nieuwe woningen per jaar is echter nog niet gehaald, mede door een tekort aan materiaal en personeel in de bouw. Dit heeft ook een prijsopdrijvend effect, waardoor de bouwkosten zijn gestegen (hogere kosten voor materiaal en arbeid).

Lokale overheden hebben recentelijk de ambitie licht opgeschroefd naar 76.000 nieuwe huizen per jaar met als doel de spanning op de woningmarkt vanaf 2021 te laten afnemen. Recent is een wetwijziging aangenomen waarmee het gemakkelijker en sneller moet worden om woningen te bouwen doordat procedures sneller kunnen worden doorlopen.

Het Centraal Planbureau heeft recent een studie over de aanbodzijde van de woningmarkt gepubliceerd⁴⁷. Uit de studie komt naar voren dat het toestaan van meer nieuwbouw een belangrijke optie is om de schaarste van woonruimte te verminderen. Eveneens wordt gesignaleerd dat het Rijk een actievere rol kan innemen aan de aanbodkant van de woningmarkt. Het Rijk kan daarbij procyclisch beleid voorkomen door de woningbouw te stabiliseren.

Nieuwbouw stimuleren in perioden van economische laagconjunctuur is daarbij het voornaamste instrument. Indien de bouw in tijden van economische laagconjunctuur op gang gehouden wordt, kan hier een stabiliserend effect vanuit gaan. De conjunctuurcyclus kan daarmee gedempt worden.

In de zojuist verschenen Miljoenennota 2020 heeft de regering aangekondigd extra financiële middelen beschikbaar te stellen voor de bouw van nieuwe woningen. In de komende jaren wordt cumulatief 1 miljard euro extra beschikbaar gesteld. De rijksbijdrage wordt als specifieke uitkering aan gemeenten verstrekt. Of hiermee de beoogde doelstelling van nieuwe woningen behaald zal worden, is de vraag. Zeker gelet op de recente stikstofuitspraak van de Raad van State. Als gevolg van deze uitspraak kan de bouw van nieuwbouw woningen niet van start gaan of loopt vertraging op.

4.6.3 Periode van hoogconjunctuur op de woningmarkt

Als gevolg van de lage rente, de huidige hoogconjunctuur, onvoldoende capaciteit in de bouwproductie en trage procedures bij de afgifte van bouwvergunningen zijn de prijzen van koopwoningen de afgelopen jaren sterk gestegen. Met name voor starters is het daardoor moeilijk om de woningmarkt te betreden. De betaalbaarheid van koopwoningen is voor deze groep afgenomen. Ook het residuele inkomen (het besteedbaar inkomen verminderd met de netto woonuitgaven) staat bij deze groep onder druk door de gestegen prijzen voor koopwoningen en de verplichte aflossing op de hypotheek. Het lage rentepercentage drukt de woonlasten daarentegen.

Uit een recente studie van het CBS blijkt dat twintigers gemiddeld later een huis kopen dan voorheen. Ze hebben minder vaak een vast inkomen, maar ook de aangescherpte

⁴⁶ Uit onderzoek van ABF Research en Value Capital (2019) komt naar voren dat jaarlijks 95.000 tot 115.000 nieuwe woningen gebouwd moeten worden om het huidige en sneller dan voorziene oplopende tekort op te vangen.

⁴⁷ CPB Boek, *Het bouwproces van nieuwe woningen*, maart 2019

hypotheekregels alsmede de gestegen huizenprijzen dragen ertoe bij dat twintigers zich later op de koopmarkt begeven dan voorheen het geval was.

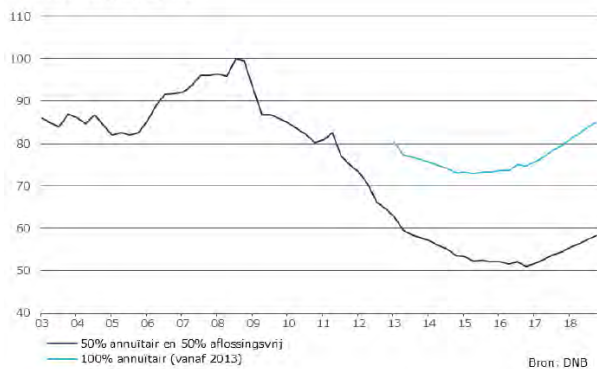
Op de huurmarkt is er een tekort aan sociale huurwoningen en aan huurwoningen in het middensegment. Starters met relatief lage inkomens belanden door het gebrek aan doorstroom op de wachtlijsten voor een sociale huurwoning.

Per saldo vallen de starters vaak tussen wal en schip, waardoor ze aangewezen zijn op de private huurmarkt.

Uit een recente studie van de Rabobank blijkt dat starters die zijn aangewezen op dure huurwoningen, doorgaans hogere woonlasten hebben dan wanneer zij zouden kopen⁴⁸. Dit zet een grote druk op het besteedbaar inkomen. Aangezien deze groep moeite heeft met sparen, verdwijnt de mogelijkheid voor het kopen van een woning uit het zicht.

De lage hypotheekrente is een belangrijke oorzaak van de gestegen prijzen. Door de gedaalde rente zijn de financieringslasten voor een gemiddelde woning erg laag (een dalende trend sinds 2009, zie figuur 30). De rentedaling heeft de huizenprijzen zodoende een forse impuls gegeven. De betaalbaarheid van koopwoningen is hierdoor gestaag verslechterd sinds 2017 getuige figuur 30. De figuur geeft de ontwikkeling weer van de financieringslasten van een hypotheek met 50 procent annuitaire aflossing en 50 procent aflossingsvrij, alsmede van een hypotheek met 100 procent annuitaire aflossing (vanaf 2013) in verhouding tot het besteedbaar inkomen.

Figuur 30 - Verhouding financieringslasten en besteedbaar inkomen
Index 2008K3=100



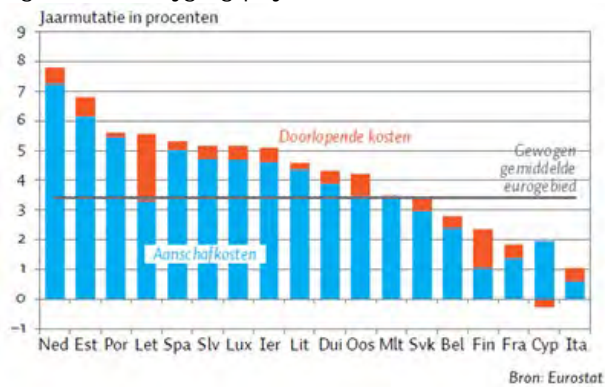
De financieringslast (netto rente en aflossing) is berekend op basis van een 30-jarige hypotheek en de prijs van een gemiddelde woning.

Indien een vergelijking wordt gemaakt met andere Europese landen, blijkt dat in 2018 de woonkosten in Nederland het sterkst zijn gestegen van alle eurolanden (zie figuur 31). De woonkosten stegen met gemiddeld 8 procent, ruim boven het gemiddelde in het eurogebied van 3,4 procent. Ook in de twee voorgaande jaren behoorde Nederland tot de top drie van landen met de meeste woonkostenstijging. In alle landen zijn het de aanschafkosten die de prijsstijging het sterkst bepalen⁴⁹.

⁴⁸ <https://economie.rabobank.com/publicaties/2019/oktober/huurders-hebben-meer-moeite-met-sparen/>

⁴⁹ Bron: ESB juni 2019, Aanschaf en onderhoud eigen woning flink duurder geworden

Figuur 31 - Stijging prijsindex woonlasten nieuwe huiseigenaren in 2018



Onvoldoende aanbod in de huursector

De sociale huisvesting wordt flink gesubsidieerd en beslaat een groot deel van de woningmarkt. De sociale huursector is sterk gereguleerd en heeft een aandeel van 29 procent van de totale woningmarkt. In het sociale deel van de huurmarkt komen al geruime tijd onvoldoende woningen vrij. De vraag overstijgt het aanbod. Door capaciteitsproblemen in de bouw worden er onvoldoende huurwoningen bijgebouwd. Eveneens is er bij de sociale huursector onvoldoende doorstroom naar huurwoningen in het middensegment, o.a. vanwege een eveneens te gering aanbod van woningen in het middensegment.

Doordat de sociale huisvesting alsmede het eigenwoningbezit gesubsidieerd worden, is de commerciële huurmarkt (de geliberaliseerde huursector) klein. De commerciële huurmarkt blijft, als enige niet-gesubsidieerde segment, onderontwikkeld met een aandeel van 13 procent van het totale aantal woningen.

Om het aanbod in het middensegment van de huurmarkt te vergroten, is een wetsvoorstel ingediend ter verlaging van de eisen voor woningcorporaties om in het huursegment voor middenhuur (€700-€1000) te bouwen. Het zal hiermee voor woningcorporaties makkelijker en goedkoper worden om woningen voor middenhuur te bouwen. In dit verband zou ook de merites van de verhuurdersheffing opnieuw kunnen worden gezien.

Uit onderzoek van het kadaster blijkt dat de voorraad woningen in het particuliere huursegment vooral na juni 2013 is gegroeid. De grootste beweging in de woningenvoorraad is hierbij die van de koopsector naar de particuliere huursector (buy-to-let). De toename in het particuliere huursegment bedroeg in de periode juni 2013-2018 in totaal 26.658 woningen ten opzichte van een toename van slechts 745 woningen in de periode 2009 - juni 2013. Tabel 3 geeft de ontwikkeling weer van de woningvoorraad naar eigendom voor de periode 2013-2018.

Tabel 3 - Woningvoorraad naar eigendom

	Totaal	Koop	Corporaties	Overige verhuurders
2013	7.440.000	4.225.000	2.284.000	931.000
2016	7.640.000	4.320.000	2.281.000	1.040.000
2018	7.741.000	4.374.000	2.294.000	1.073.000

Bron: Min BZK, Staat van de Volkshuisvesting, ABF, Syswov

Een nadelig effect van een toename van het fenomeen 'buy-to-let' is dat de koopmarkt nog schaarser wordt. Daarnaast ligt de huurprijs van deze woningen veelal aan de

bovengrens van het middensegment. Hierdoor komt de betaalbaarheid op zowel de koopmarkt als de huurmarkt onder druk.⁵⁰

DNB signaleert toegenomen risico's op de woningmarkt bij economische terugval. Aangezien de woningmarkt sterk onderhevig is aan de conjunctuurcyclus zijn tijdens de huidige hoogconjunctuur de huizenprijzen flink gestegen. De lage rente en de beperkte bouwcapaciteit hebben een extra prijsopdrijvend effect gegenereerd.

Maar aangezien de woningmarkt de schommelingen in de economie versterkt, zal een daling van de prijzen een economische terugval eveneens versterken. DNB geeft in haar halfjaarlijkse Overzicht Financiële Stabiliteit (OFS)⁵¹ aan dat een mogelijke correctie op de financiële markten een risico vormt voor de huidige financiële stabiliteit.

Een omslag op de financiële markten kan op de woningmarkt leiden tot stevige prijsaanpassingen. Aangezien Nederland een omvangrijke markt heeft van koopwoningen, identificeert DNB in haar OFS de woningmarkt als het grootste stabiliteitsrisico. Bij een stijging van de rente worden huiseigenaren geconfronteerd met hogere rentelasten. Dit zal leiden tot dalende huizenprijzen, hetgeen een economische terugval verstrekt. De toename van de rentelasten als gevolg van een renteschok wordt gedeeltelijk gecompenseerd door de hypotheekrenteaftrek. Een sterkere uitbreiding van het woningaanbod in de huursector dan in de koopsector kan de volatiliteit beperken.

Concluderend

De woningsector is een volatiel onderdeel van de economie. Was in de sector kort na de crisis nog sprake van dalende prijzen, momenteel stijgen de prijzen flink. Als gevolg van schaarste op de markt (door capaciteitsproblemen in de bouw worden er te weinig woningen gebouwd) is er een tekort aan zowel huur- als koopwoningen ontstaan. Met name starters op de woningmarkt ondervinden hier grote hinder van. De stijgende prijzen van koopwoningen en oplopende huurprijzen versterken de opwaartse conjunctuur en maken zo onderdeel uit van de volatiliteit.

Voor wat betreft de volatiliteitsrisico's voor de Nederlandse economie is het effect van de woningmarkt door de lagere loan-to-value ratio's afgenomen. Deze loan-to-value ratio's zijn gedaald mede als gevolg van de aangepaste regelgeving en de wijzigingen in de regels omtrent hypotheekrenteaftrek. De huidige krappe woningmarkt met sterk gestegen huizenprijzen brengen daarentegen nieuwe risico's met zich mee.

Indien in de toekomst rentes eventueel stijgen of huizenprijzen dalen, zal de woningmarkt een economische neergang versterken. Het afbouwen van hypotheekschulden blijft dan ook een belangrijk instrument om volatiliteitsrisico's in de toekomst te verminderen. De positie van starters dient hierbij niet uit het oog verloren te worden. Een minder snelle afbouw van hun hypotheekschuld kan ervoor zorgen dat hun besteedbaar inkomen niet te gering wordt. Daarnaast zal ook in tijden van economische neergang de bouwproductie gestimuleerd moeten worden. Hier zal een anticyclische werking vanuit gaan.

4.7 Pensioenen

Door de relatief sterke nadruk op het kapitaalgedekte aanvullende pensioenstelsel (tweede pijler) ten opzichte van andere landen (met een grotere nadruk op omslagfinanciering) is Nederland beter voorbereid op de vergrijzing dan andere lidstaten, maar is het Nederlandse pensioenstelsel en daarmee de economie gevoeliger

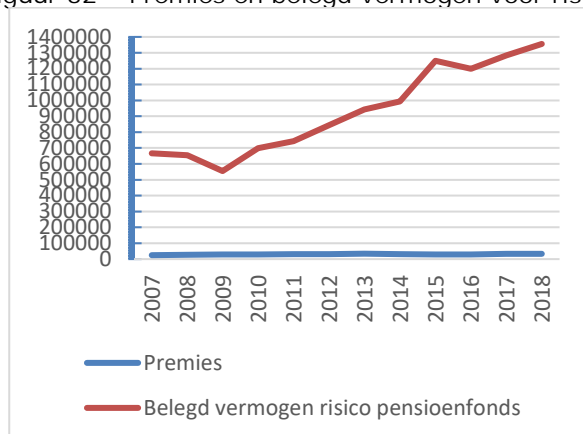
⁵⁰ Bron: Rabobank juli 2019, Te vroeg om te juichen om groei middensegment

⁵¹ Gepubliceerd op 5 juni 2019.

voor fluctuaties op de financiële markten. In het advies *Toekomst Pensioenstelsel* (2015) heeft de SER erop gewezen dat pensioenen steeds meer afhankelijk zijn geworden van de beleggingsresultaten en dat tegenvallende beleggingsresultaten niet meer kunnen worden opgevangen door een verhoging van de premies op de brutoloonsum. Dit wordt geïllustreerd in onderstaande figuur die de ingelegde premies afzet (32 miljard euro in 2018) tegen het belegd vermogen van pensioenfondsen (1350 miljard in 2018). Het opvangen van een kleine schok in het belegd vermogen, zou een zeer forse stijging van de pensioenpremies vereisen.

De figuur laat ook zien dat de premies de afgelopen 10 jaar nauwelijks zijn toegenomen, terwijl het belegd vermogen verder is verdubbeld. De facto worden schokken in het belegd vermogen vooral opgevangen in de pensioenopbouw van deelnemers en de pensioenuitkeringen. Daar komt bij dat voor de meeste pensioenfondsen geen buffers meer hebben om de schokken op te vangen.

Figuur 32 – Premies en belegd vermogen voor risico pensioenfondsen (2007-2018)



Bron: Samengesteld op basis van gegevens DNB

In het nieuwe door de SER voorgestelde pensioencontract wordt de nominale zekerheid afgeschaft. De premie wordt kostendekkend, stabiel en beheersbaar. Dit voorkomt schokken in de premie en komt daarmee de macro-economisch stabiliteit ten goede. Naar verwachting zal er vaker gekort moeten worden, maar zullen de kortingen minder groot zijn. Via de spreiding van schokken en een beleggingsbeleid waarbij ouderen minder risico lopen dan jongeren en waarbij ook het rentebeleid in voldoende mate is afgedekt, kunnen de uitlagen in de uitkeringen worden gedempt. Relevant daarbij is ook de voorziene inkoop en waardering op basis van de rentetermijnstructuur (marktrente plus UFR) zodat er een grotere kans bestaat op meevallers dan op tegenvallers en de overgang op kostendekkende premies zodat de inkoop van nieuwe pensioenen de financiële positie van een fonds niet kan verslechteren.

Wanneer gebruik wordt gemaakt van deze nieuwe regelingen, zullen de premies naar verwachting langdurig stabiliseren. Stabiele kostendekkende premies beperken de volatiliteit. Met regelmaat toetsen cao-partijen of de toegezegde stabiele premie toereikend is voor een voorwaardelijk koopkrachtig pensioen. Door het loslaten van nominale zekerheid is eerder rendement beschikbaar voor de verhoging van het pensioen in plaats voor de opbouw van buffers. Bij positieve rendementen zullen de pensioenen eerder worden verhoogd; bij negatieve rendementen eerder worden verlaagd. Via de spreiding van schokken en het beleggingsbeleid kunnen schokken worden gedempt om de pensioenuitkering te stabiliseren.

Of het nieuwe contract in vergelijking met het FTK-contract leidt tot meer of minder volatiliteit valt op voorhand niet te zeggen. De nadere uitwerking, wetgeving en de

keuzes die de pensioenfondsen maken ten aanzien van het pensioencontract zijn hiervoor bepalend. Te verwachten valt dat de premiestabiliteit verder toeneemt, terwijl de uitkeringen (door lagere buffers) meer meebewegen met de financiële markten. Of de uitkomst per saldo meer of minder volatiel is, zal afhangen van de verdere uitwerking van het nieuwe contract en zal nader onderzocht moeten worden op basis van ALM-simulaties met verschillende scenariosets.

Uiteenlopende ontwikkeling woningmarkt en pensioensector

Ontwikkelingen op de woningmarkt (stijgende huizenprijzen, dalende rente) hebben na 2013 de economie duidelijk aangejaagd. Bij de sector pensioenen is dit niet het geval geweest. De langjarig lage risicovrije rente heeft juist een herstel van dekkingsgraden in de weg gestaan. In hoeverre is in 2019 nog sprake van volatilitetsrisico's in het pensioenstelsel?

In figuur 33 staat de beleidsdekkingsraad en de dekkingsgraad gebaseerd op marktinformatie in de jaren 2015-2018 weergegeven. De beleidsdekkingsraad (de gemiddelde dekkingsraad over de laatste 12 maanden) en de dekkingsraad zijn bepalend voor de besluitvorming over het verhogen (indexeren) of verlagen (korten) van pensioenen. Deze bevindt zich in deze jaren rond de minimumwaarde van circa 104 procent die bepalend is voor kortingen. Wanneer de beleidsdekkingsraad vijf jaar lang onder de grens ligt, moeten de pensioenen worden verlaagd. Deze verlaging mag over een periode van maximaal tien jaar worden gespreid.⁵² Vooral het spreidingsmechanisme heeft de volatiliteit in de uitkeringen beperkt. Voor een volledige indexatie is een beleidsdekkingsraad van 120 à 130 procent vereist (afhankelijk van rente en beleggingsmix). Vrijwel alle fondsen hebben onvoldoende financiële buffers voor volledige indexatie. Daarmee is indexatie uitgebleven terwijl de pensioenpremies wel op een hoog niveau zijn blijven staan.

Figuur 33 – (Beleids)dekkingsgraad pensioenfondsen, 2015-2018



Bron: DNB, 2019

In figuur 34a staat de gemiddelde hoogte van de toeslagverlening (indexatie) van de Nederlandse pensioenfondsen weergegeven. Deze ligt voor zowel de actieve deelnemers als voor gepensioneerden in de periode 2010-2018 onder het niveau van de inflatie. Er is daarmee sprake van een reële daling van pensioenen. Enkele fondsen hebben nominale kortingen doorgevoerd, maar de kortingen per jaar zijn beperkt door het spreidingsmechanisme.

In figuur 34b zijn de pensioenpremies opgenomen. Hieruit blijkt dat de premies, ondanks de gestegen kostprijs door de gedaalde rente, relatief stabiel zijn gebleven

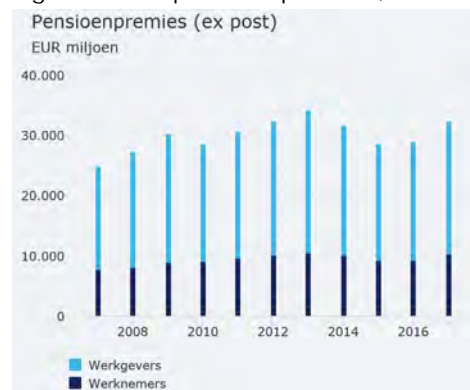
⁵² In het pensioenakkoord is afgesproken dat pensioenen niet hoeven te worden verlaagd bij dekkingsgraden boven de 100 procent. Ook in het nieuwe pensioencontract is sprake van een minimaal vereist eigen vermogen.

(mede door de aanpassing van de pensioenleeftijd en de versoering van de maximale pensioenopbouw ('Witteveenkader')).

Figuur 34a – indexatie, 2010-2018



Figuur 34b – pensioenpremies, 2007-2017



Bron: DNB, 2019

Voor de achterblijvende indexatie heeft de mogelijkheden om te consumeren van gepensioneerden (die directe koopkrachteffecten ondervinden) in deze jaren beperkt. Daartegenover staat dat de overheid via de eerste pijler en de fiscaliteit in de afgelopen jaren diverse maatregelen heeft genomen om de koopkracht van gepensioneerden op peil te houden. Omdat ook actieve pensioendeelnemers geen indexatie ontvangen, heeft dit ook gevolgen voor de koopkracht van toekomstige gepensioneerden. De dreiging van pensioenkortingen heeft mogelijk ook vertrouwenseffecten voor pensioendeelnemers.

De achterblijvende dekkingsgraden en indexatie worden niet veroorzaakt door de ontwikkeling van het pensioenvermogen. Uit figuur 35 blijkt dat het pensioenvermogen van pensioenfondsen is gestegen van circa 670 miljard in 2007 tot 1.320 miljard in 2018. De dekkingsgraden zijn laag gebleven door de sterke stijging van de pensioenverplichtingen in dezelfde periode (als gevolg van de gedaalde rente en gestegen levensverwachting).

Figuur 35 – Belegd vermogen voor risico pensioenfondsen, 2007-2018



Bron: DNB, 2019

Balans kapitaaldekking - omslagfinanciering

Een goede balans tussen omslag en kapitaaldekking is nog steeds van belang in een vergrijzende samenleving. Beide pijlers hebben hun voordelen. In Nederland is ten opzichte van veel andere landen sprake van een redelijk evenwichtig stelsel.

Voor de volatiliteit is vooral de doorwerking van financiële schokken in de uitkeringen en premies van belang. Deze worden beïnvloed door de gehanteerde

spreidingsmechanismen, de opbouw van buffers, en spreiding van beleggingen in vastrentende en zakelijke waarden. Door het relatief grote pensioenvermogen in de tweede pijler zijn deze mechanismen in Nederland van groter belang dan in landen met vooral omslagfinanciering.

Ten behoeve van de balans tussen kapitaaldekking en omslagfinanciering is het een belangrijke vraag wat voor rendementen er in de toekomst kunnen worden verwacht. In de afgelopen jaren is de risicovrije rente trendmatig gedaald tot zelfs negatieve rentepercentages. Komend jaar zal het CPB daarom onderzoek doen naar:

1. De oorzaken van de lage rente, waarbij ook aandacht wordt besteed aan de verwachtingen voor de ontwikkeling van de rente in de toekomst,
2. De gevolgen voor het huidige kapitaalgedekte pensioenstelsel, waarbij onder andere wordt gekeken naar de gevolgen voor de totale pensioenopbouw, alsmede naar de gevolgen voor de (optimale) verhouding tussen omslag en kapitaaldekking (waarbij brede overwegingen met betrekking tot de mix tussen de eerste en tweede pijler worden betrokken zoals verschillende type risico's en intergenerationele risicodeling).
3. Beleidsopties om hiermee om te gaan.

Pensioenbeleggingen in Nederland

De indruk bestaat dat (Nederlandse) institutionele beleggers vooral op eigen initiatief meer aan Nederlandse hypotheekfinanciering zijn gaan doen. In 2013 belegden de pensioenfondsen 14 procent van hun vermogen in Nederland, waarvan 12,7 miljard euro in hypotheek (1,4 procent van het vermogen). In 2017 belegden pensioenfondsen 2,4 procent van het vermogen in Nederlandse hypotheek. Dit komt neer op 30,7 miljard. De extreem lage langetermijnrente op veilige overheidsobligaties is waarschijnlijk doorslaggevend geweest. De beschikbaarheid van Nederlandse pensioenbesparingen voor de financiering van Nederlandse hypotheek heeft mogelijk stabiliserend gewerkt. Hierdoor is hypotheekfinanciering minder afhankelijk geworden van buitenlandse financiers. Anderzijds betekent een toename van beleggingen in Nederland een kleinere risicospreiding voor pensioenfondsen die de volatiliteit kan vergroten.

Het instappen van pensioenfondsen komt verder op een goed moment. Het is denkbaar dat Nederlandse banken minder belang gaan hechten aan hypotheekverstrekking in Nederland nu zij ook tegenover relatief veilige hypotheek meer eigen vermogen moeten aanhouden. Dit komt in de volgende paragraaf aan de orde.

Concluderend

Waar de lage risicovrije rente de huizenmarkt heeft aangejaagd (en daarmee de consumptie), heeft deze een negatieve invloed gehad op de dekkingsgraden van pensioenfondsen.

Een groot verschil met eerdere periodes is dat genoemde twee sectoren van de Nederlandse economie (huizenmarkt en pensioenen) sinds 2013 een tegengestelde invloed uitoefenen. Vanaf de tweede helft van de jaren 1990 trokken de beide sectoren de economie omhoog. Na 2008 trokken de twee sectoren tegelijkertijd de economie omlaag. Deze eerdere samenlopen droegen in sterke mate bij aan de volatiliteit van de Nederlandse economie. Na 2013 blijft de pensioensector in mineur terwijl de huizenmarkt sterk is opgeveerd.

De grote omvang van de pensioenvermogens en –verplichtingen ten opzichte van het bbp betekent dat de Nederlandse economie potentieel gevoelig is en blijft voor financiële schokken. Door het hanteren van uitsmeerperiodes in de doorwerking van de financiële schokken in pensioenopbouw- of uitkeringen kan de hieruit voortvloeiende volatiliteit worden verminderd.

Het pensioenakkoord heeft naar verwachting beperkte effecten op de volatiliteit. Te verwachten valt dat de premiestabiliteit toeneemt, terwijl de uitkeringen iets meer meebewegen met de financiële markten. De nadere uitwerking, wetgeving en de keuzes die de sociale partners in de pensioenfondsen maken ten aanzien van het pensioencontract zijn hiervoor bepalend.

De mogelijkheden om via het beleggingsbeleid de volatiliteit te verminderen, staan grotendeels los van de contractkeuze. De mogelijk structureel lagere rente zal in elk contract de kostprijs van pensioen verhogen en daarmee vragen om een herijking van de balans tussen ambitie en de hoogte van de premie. Het vraagt mogelijk ook om de herijking van de optimale balans tussen kapitaaldekking en omslagfinanciering in het Nederlands pensioenstelsel. Hier zal nader onderzoek naar worden gedaan.

4.8 Bankwezen en financiering

In 2013 en 2014 bestond de indruk dat financieringsknelpunten de economische neergang extra hadden versterkt. Evenzo had een uitbundige kredietgroei in de periode daarvoor een extra impuls gegeven aan de economische groei. Hoe staat de sector er anno 2019 voor? Is er nog steeds een risico dat overdadige dan wel tekortschietende financiering de conjunctuurbeweging versterkt?

4.8.1 Hervormingen op EU-niveau

Financiële stabiliteit is een belangrijke voorwaarde voor een goed investeringsklimaat en een goed werkend financieel systeem. Een belangrijke les uit de financiële crisis is dat financiële stabiliteit niet samengaat met financiële integratie als het toezicht op financiële instellingen en markten nationaal blijft. Effectief toezicht veronderstelt ook het daadwerkelijke vermogen (ook de financiële middelen) om in voorkomende gevallen tot afwikkeling van een financiële instelling over te gaan. Het in 2010 opgerichte Europees Comité voor Systeemrisico's (European Systemic Risk Board of ESRB) is hiermee belast.

In een afzonderlijk EU-land leidt een bankencrisis tot grote schokken in de overheidsfinanciën en tot financieringsknelpunten voor het nationale bedrijfsleven. Er kan zelfs sprake zijn van een vicieuze cirkel tussen de slechte toestand van de overheidsfinanciën en de slechte toestand van bankbalansen. Deze problemen kunnen op EU-niveau voorkomen worden. Versterking van het EU-instrumentarium is dan gewenst om financiële schokken te voorkomen en op te vangen⁵³. Dit stelt de lidstaten beter in staat om via de eigen begroting landspecifieke schokken op te vangen, terwijl de kredietverlening aan huishoudens en het bedrijfsleven gewaarborgd blijft.

Een belangrijke hervorming op EU-niveau is dan ook de Bankenunie met centralisatie van het toezicht bij de ECB. De Bankenunie omvat de volgende voorstellen:

- a. Verdere vermindering van de risico's bij banken door slechte presterende bankleningen.
- b. Aanscherping van de minimumeisen voor buffers om te zorgen dat banken verliezen zelf kunnen dragen.
- c. Een gemeenschappelijke achtervang voor het resolutiefonds via het Europees Stabilisatie Mechanisme.
- d. Strengere regels rond staatsobligaties op bankbalansen zodat banken minder

⁵³ In deze paragraaf wordt ingegaan op de Banken- en Kapitaalmarktunie. Een andere mogelijkheid is een gemeenschappelijk schokfonds voor de eurozone. Zie CPB Policybrief (2019), *Een budgettaire Stabilisatiefunctie*.

kwetsbaar worden voor problemen bij de eigen overheid.

e. Een Europees depositogarantiestelsel dat de slagkracht van de nationale stelsels vergroot. Hierdoor worden rekeninghouders beter beschermd waardoor ze minder snel hun geld weghalen als een bank in de problemen komt.

De Bankenunie omvat maatregelen die risico's verminderen (a, b, d) en maatregelen om risico's gezamenlijk te delen (c en e). Op de onderdelen a, b en c zijn afspraken gemaakt door de regeringsleiders van de eurozone om de besluitvorming volgend jaar af te ronden. Er is nog geen overeenstemming over de onderdelen d en e. Met name Nederland en Duitsland zijn van mening dat een Europees depositogarantiestelsel er alleen kan komen als bankbalansen minder kwetsbaar zijn voor problemen bij de eigen overheid.

Bij de Bankenunie is het glas dus half-vol en half-leeg. Er zijn belangrijke stappen gezet, maar er staan ook nog belangrijke risico's open. Eurolanden met zwakke banken kunnen nog steeds in de problemen komen als de overheid bij faillissement van een grootbank moet inspringen. Daarom maakt dit risico (Heropleving Europese schuldencrisis) nog steeds onderdeel uit van de Risicokaart financiële stabiliteit van DNB (figuur 3 in paragraaf 3.1).

De Raad van State vindt dat het tijd wordt om het Europees depositogarantiestelsel in werking te stellen⁵⁴. De omvang van de problemleningen van Italiaanse banken is flink afgenomen. Het is nog wel nodig om de verwevenheid van overheidsschuld en bankbalansen verder terug te dringen.

Een belangrijke complementaire hervorming is een Europese Kapitaalmarktunie. Een EMU-breed risicoloos schuld papier ('safe asset') zou hiervoor goed van pas komen. De Raad van State signaleert dat nationale regels en gebruiken (waaronder insolventiewetgeving) de totstandkoming van een Europese kapitaalmarkt in de weg staan.

Een goed werkende kapitaalmarktunie heeft voor Nederland belangrijke voordelen. Binnen een kapitaalmarktunie is het makkelijker om een markt te ontwikkelen voor gebundelde schuld papieren (securitisatie). Dat kan banken helpen met het verkorten van hun balansen en pensioenfondsen om meer in Nederland te beleggen. Een efficiënt werkende interne kapitaalmarkt kan ook de afhankelijkheid van het Nederlandse mkb van Nederlandse banken verminderen en via risicospreiding bijdragen aan meer stabiliteit.

4.8.2 Eigen vermogen Nederlandse banken

Nederlandse banken hebben hun balansen versterkt. Mede hierdoor hebben ze de Europese stresstesten met goed gevolg doorstaan.

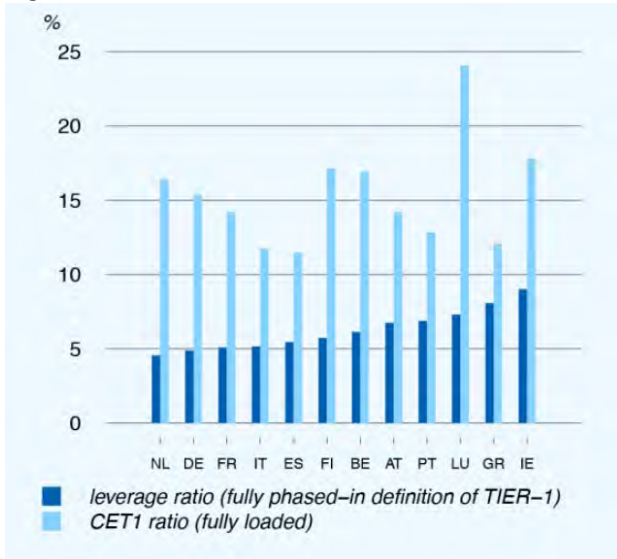
Een manier om bankbalansen meer solide te maken, is door het versterken van het risicodragend vermogen (meer vermogen bij een gelijke balans). Dat is onder meer gerealiseerd door de uitgifte van diverse kapitaalinstrumenten (aandelen, certificaten, coco's) en door winstinhouding. Een andere manier is het verkorten van de bankbalansen. De verhouding van het eigen vermogen ten opzichte van de balansomvang neemt dan toe.

⁵⁴ Raad van State (2019), *Verzoek om voorlichting over het Stabiliteits- en Groeipact*, 17 juni 2019.

Het CPB signaleert dat Nederlandse banken hoge risicogewogen kapitaalratio's hebben (CET1 ratio in figuur 36), maar de laagste leverage ratio's van Europa⁵⁵. Dat komt doordat hypotheekverstrekking relatief weinig risico's oplevert. Voor hypotheeklenemers hoeven banken dus betrekkelijk weinig risicodragend kapitaal aan te houden.

Toch zullen Nederlandse banken, om aan de eisen van Bazel IV te voldoen, hun kapitaalposities nog verder moeten versterken. In anticipatie hierop heeft DNB de nationale regels verscherpt.

Figuur 36 – Banksolvabiliteit in de Eurozone (december 2018)

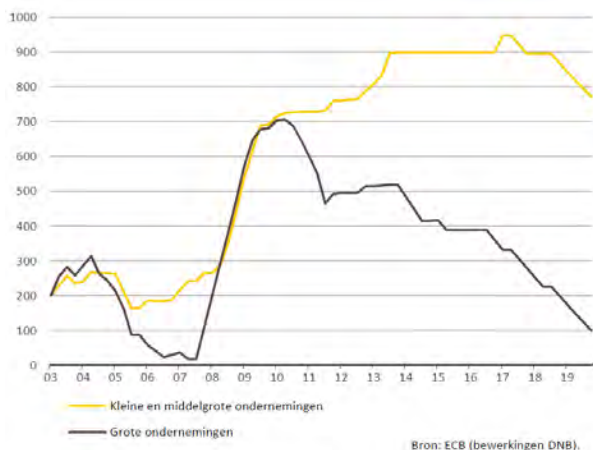


Bron: CPB, Financiële Risicorapportage 2019

4.8.3 Financiering grote en kleine bedrijven

Bij de financiering van het bedrijfsleven is het goed om onderscheid te maken tussen het grootbedrijf en het mkb. Grote en kleine bedrijven werden na de kredietcrisis met scherpere bancaire kredietvoorwaarden geconfronteerd. Die voor het grootbedrijf zijn sindsdien weer versoepeld, terwijl dit voor het MKB slechts marginaal het geval is (figuur 37).

Figuur 37 – Kredietvoorwaarden grote ondernemingen en mkb (2003=200)



Bron: DNB (2019), *Het spaaroverschot van Nederlandse bedrijven ontrafeld*.

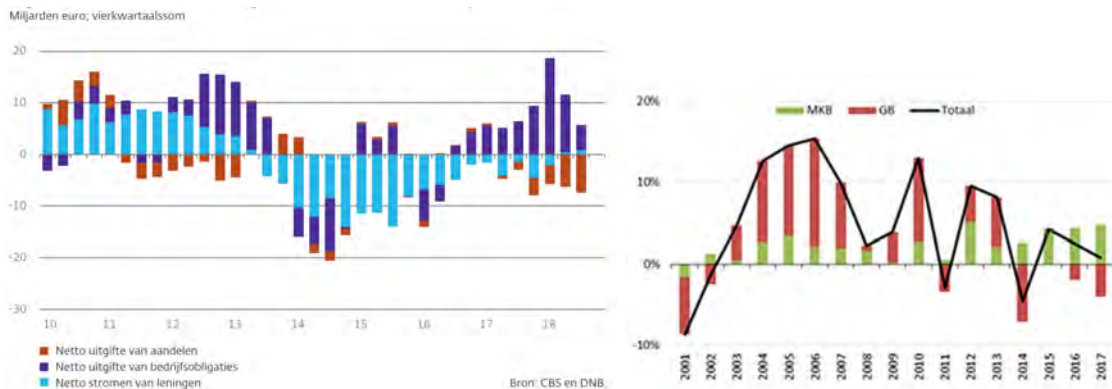
⁵⁵ CPB (2019), *Risicorapportage Financiële markten 2019*, p. 9.

Grote bedrijven zijn minder afhankelijk van bancaire kredietverlening, omdat ze ook bedrijfsobligaties kunnen uitgeven (figuur 38a). Dit pad is voor het (kleinere) mkb vanwege schaalnadelen en transactiekosten veel moeilijker begaanbaar. Voor het mkb is financiering uit ingehouden winsten wel een alternatief. Figuur 38b laat zien dat het spaaroverschot van bedrijven steeds meer voor rekening komt van het mkb.

Inmiddels is de kredietverlening aan het Nederlandse bedrijfsleven als geheel (grootbedrijf en mkb, grote en kleine kredieten) weer teruggevallen. In figuur 39 is de groei in Nederland (de gele lijn) negatief. In het eurogebied is nog steeds sprake van aanhoudende zakelijke kredietgroei.

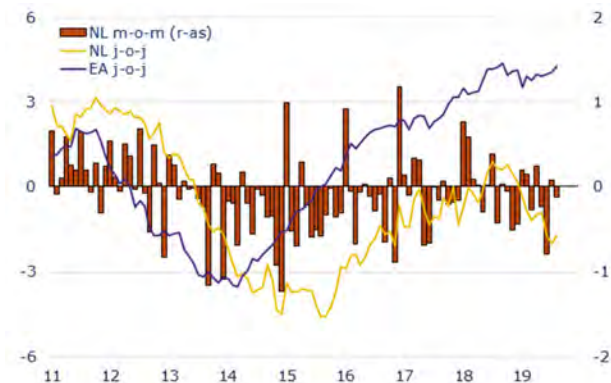
Figuur 38a – Externe financiering van niet-financiële bedrijven

Figuur 38b – Spaaroverschot niet-financiële bedrijven op basis van microdata: grootbedrijf (gb) versus midden- en kleinbedrijf (mkb)



Bron: DNB

Figuur 39 – Kredietverlening bedrijfsleven, Nederland en eurogebied, procentuele mutaties



Bron: DNB

Het is niet helemaal duidelijk of de krimpende kredietverlening begint bij de aanbodzijde (banken die minder krediet verlenen) of bij de vraagzijde (bedrijven die minder krediet vragen). Beide effecten kunnen tegelijk een rol spelen. Grotere bedrijven kunnen een krimpende bancaire kredietverlening deels compenseren via het uitgeven van bedrijfsobligaties. Het is daarom denkbaar dat grotere bedrijven steeds minder bankkrediet vragen, omdat ze tegen steeds aantrekkelijkere voorwaarden obligaties kunnen uitgeven.

Een aandachtspunt is of dit beeld ook stand zal houden in een komende recessie. Hoe kunnen kleine en grote bedrijven in hun financiering voorzien als de winstgevendheid terugloopt en het beursklimaat bedrijfsobligaties minder goed gezind is? Dit komt terug in paragraaf 4.8.6.

4.8.4 Financiering mkb

Interpretatieproblemen doen zich ook voor op de markt voor mkb-financiering. Aan de ene kant zijn er aanwijzingen voor bancaire financieringsknelpunten, waaronder een afnemende kredietverlening, relatief veel afgewezen kredietaanvragen, aangescherpte kredietvoorwaarden en relatief hoge marktrentes. Daar staat tegenover dat het mkb minder vaak een beroep doet op bancaire krediet. Mkb-bedrijven geven in enquêtes ook minder vaak dan voorheen aan tegen financieringsknelpunten aan te lopen.

De beschikbare informatie over de mkb-financiering kan op verschillende manieren worden geïnterpreteerd. Verschillende waarnemers lijken dan ook verschillende conclusies te trekken.

Het mkb ervaart geen grote financieringsknelpunten

In het Landverslag Nederland 2018 heeft de Europese Commissie de indruk dat het Nederlandse mkb gemakkelijker aan financiering kan komen en dus geen grote financieringsknelpunten ervaart⁵⁶. Externe financiering is minder nodig omdat mkb-bedrijven via winstinhouding hun financiële buffers kunnen versterken. Voorts kan bancaire financiering een kleinere rol spelen dankzij de opkomst van alternatieve financieringsbronnen:

De perceptie van beschikbaarheid van bancaire krediet is verder verbeterd en een overgroot deel van de beleidsmaatregelen zijn ten uitvoer gelegd in het kader van het Aanvullend Actieplan Mkb-financiering. De aandelenfinanciering en financiering door business angels voor nieuwe en groeiende bedrijven is bevredigend (...). Ondernemingen schatten de toegang tot financiering positiever in, maar maken tegelijk steeds meer gebruik van andere kanalen dan traditionele bancaire kredietverschaffing. Deze verbeteringen zijn gedeeltelijk terug te voeren op het afnemende aantal kredietaanvragen van het mkb en de nettodaling met 13% van het aandeel bancaire kredieten. De belangrijkste redenen voor deze daling zijn onder meer de toegenomen financiële buffers van het mkb dankzij een herstel van duurzame winst, hogere solvabiliteitsratio's en liquiditeit en een grotere rol voor leasing als financieel instrument (...). Het Nederlands Investerings Agentschap (NIA) en de Nederlandse Investeringsinstelling (NLII) dragen bij tot deze verbeterde toegang tot financiering.

De Europese Commissie noemt in het citaat de bijdrage van de Nederlandse Investeringsinstelling (NLII) aan mkb-financiering. De NLII is in 2014 opgericht om institutionele beleggers in staat te stellen direct in de Nederlandse economie te investeren. Een van de doelen was het ontwikkelen van alternatief aanbod voor mkb-financiering. Het NLII is inmiddels opgeheven⁵⁷. Het mkb-doel is niet of nauwelijks gerealiseerd, met name omdat mkb-kredieten ook na bundeling te klein blijken te zijn voor institutionele financiering.

De Europese Commissie wijst in het citaat ook op de mogelijkheid van interne financiering, waaronder winstinhouding. Het is denkbaar dat Nederlandse bedrijven nu de voorkeur geven aan het versterken van hun balansen en daardoor minder behoefte hebben aan nieuwe leningen (zie de eerdere figuur 34b).

De Nederlandse Vereniging van Banken (NVB) benadrukt dat mkb-ondernemers voor hun financiering goed terecht kunnen bij Nederlandse banken⁵⁸. Voor het mkb is bancaire financiering verreweg de belangrijkste bron van financiering. Eind 2018 hadden

⁵⁶ Europese Commissie (2018), *Landverslag Nederland 2018*, p. 26.

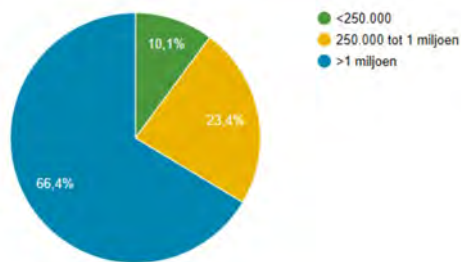
⁵⁷ www.financialinvestigator.nl (2018), *NLII beëindigt activiteiten en draagt kennis over aan partners*, 15 mei 2018.

⁵⁸ NVB (2019), Position Paper: *Banken zijn en blijven de belangrijkste financier van het MKB*, Amsterdam, 3 april 2019.

Nederlandse grootbanken voor 127 miljard euro aan mkb-kredieten uitstaan bij 526.000 mkb-bedrijven. Alternatieve financieringsvormen (private equity, venture capital, crowd funding, Qredits) groeien snel, maar vallen met een totaal van 5 miljard euro bij de bancaire financiering in het niet⁵⁹.

Bij de bancaire kredietverlening aan het mkb leggen de grotere leningen het meeste gewicht in de schaal (figuur 40). De kleinere leningen (tot 250.000 euro) vertegenwoordigen circa 10 procent van de kredietverlening. Bij de kleinere leningen gaat het wel om het leeuwendeel (80 tot 90 procent) van de mkb-kredietklanten.

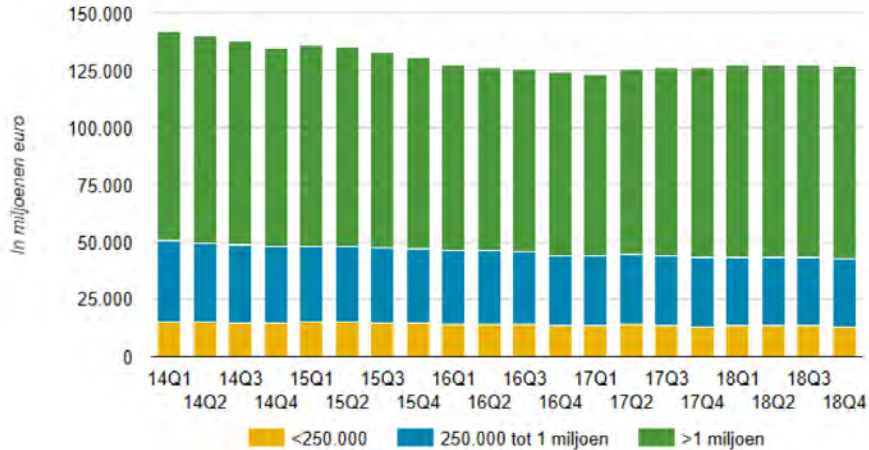
Figuur 40 – Kredietverlening grootbanken aan mkb naar lening grootte (per ultimo 2018)



Bron: NVB

Figuur 41 geeft een overzicht van de uitstaande bancaire kredietverlening aan het MKB in de tijd (de voorraad). Tussen 2014 en 2017 is de kredietverlening duidelijk afgenomen. Vanaf het tweede kwartaal van 2017 is min of meer sprake van stabilisatie.

Figuur 41 – Uitstaand krediet van grootbanken aan mkb (voorraad)

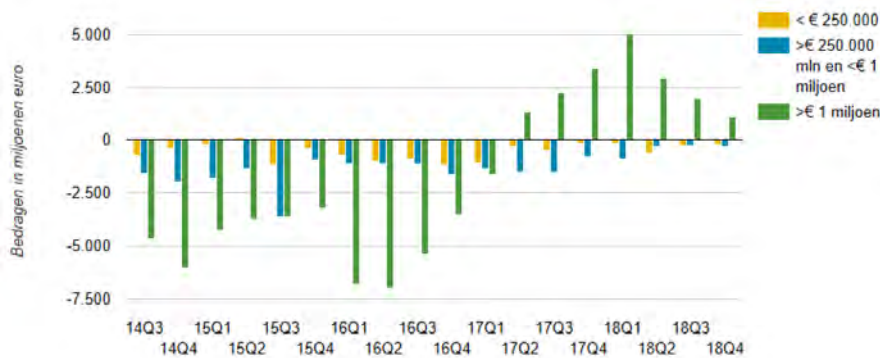


Bron: NVB

Figuur 42 kijkt naar de jaarlijkse mutaties (de stroom). Tot begin 2017 neemt de bancaire kredietverlening aan het mkb af voor alle leninggroottes. Vanaf 2017 trekt de kredietverlening bij de grotere leningen (>1 miljoen euro) aan, terwijl sprake blijft van krimp bij de middelgrote en kleinere kredieten.

⁵⁹ Qredits heeft na 2014 zijn portefeuille uitgebreid, onder meer door het verhogen van het maximale leenbedrag van 150.000 naar 250.000 euro.

Figuur 42 – Mutatie uitstaand krediet van grootbanken aan mkb (stroom)

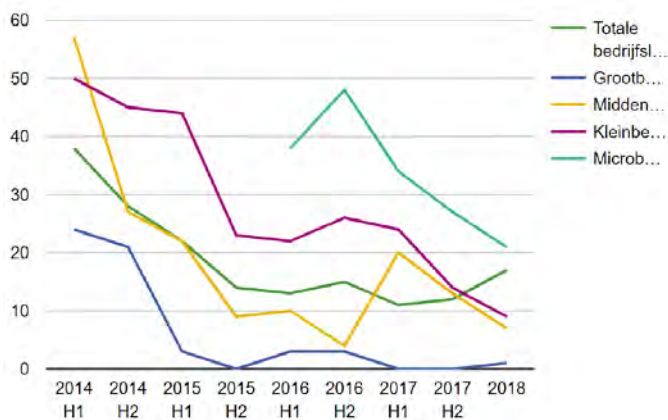


Bron: NVB

De NVB wijst er op dat een dalende bancaire kredietverlening niet hoeft te wijzen op (bancaire) financieringsknelpunten voor het mkb⁶⁰:

- Ondanks het geconcentreerde Nederlandse bankenlandschap is sprake van forse onderlinge concurrentie tussen de grootbanken bij het verstrekken van kleine kredieten. Het micro en kleinbedrijf vertegenwoordigt een grote populatie ondernemingen en blijft daarmee een interessante markt.
- Toch is bancaire kredietverlening niet altijd verantwoord. Als het kredietrisico te hoog is, dan kan een bank geen passende financiering verstrekken. Banken balanceren volgens de NVB tussen de wil om te financieren en de noodzaak om aanvragen af te wijzen.
- Banken hebben in de nasleep van de crisis moeten afboeken op oninbare mkb-leningen en de risicobeoordeling moeten verscherpen. De kredietstandaarden zijn in de loop van de tijd wel weer versoepeld. Zo laat figuur 43 zien dat de afwijzingspercentages van mkb-kredieten (klein-, midden-, en microbedrijf) fors zijn gedaald.

Figuur 43 – Trends in afwijzingspercentage naar bedrijfsomvang (%)



Bron: NVB

⁶⁰ NVB (2019), op.cit.

- De NVB signaleert dat het micro-bedrijf, startende, innovatieve en/of snelgroeïende bedrijven moeilijker aan financiering komen. De meeste afwijzingen vinden ook plaats bij deze klantgroepen. De oorzaak van afwijzingen ligt bij het microbedrijf veelal bij ontoereikende terugbetaalcapaciteit, een gebrek aan risicodragend vermogen, te weinig zekerheden en/of onvolledige onderbouwing van een kredietaanvraag.
- Banken hebben gezamenlijk de Gedragscode Kleinzakelijke Financiering ontwikkeld en steunen het aanbod van alternatieve financieringsvormen. Dit houdt in dat de bank zorgdraagt voor passende financiering en in geval van afwijzing goede feedback geeft aan de klant. De bank kan de klant tevens doorverwijzen naar een alternatief. Er is een duidelijke trend waarneembaar naar meer samenwerking via cofinanciering en doorverwijzing.
- De nasleep van de crisisjaren heeft in Nederland lang geduurd. Dit had een negatieve invloed op zowel de kredietvraag als de kredietwaardigheid van het mkb. Ten opzichte van het grootbedrijf duurde het langer voordat mkb-investeringen weer richting het niveau van 2011 gingen.
- Mkb-financiering is volgens de NVB duurder en risicovoller dan financiering van het grootbedrijf. Banken moeten dit inprijzen in het tarief dat een mkb-ondernemer betaalt. Door hun hogere risicoprofiel betalen kleine bedrijven circa 2%-punt meer voor een vergelijkbare lening dan het grootbedrijf. Daarbij is de rente die ondernemers betalen, gedaald als gevolg van de daling van de marktrente (figuur 44).

Figuur 44 – Bancaire rente op nieuwe zakelijke kredieten, naar omvang krediet

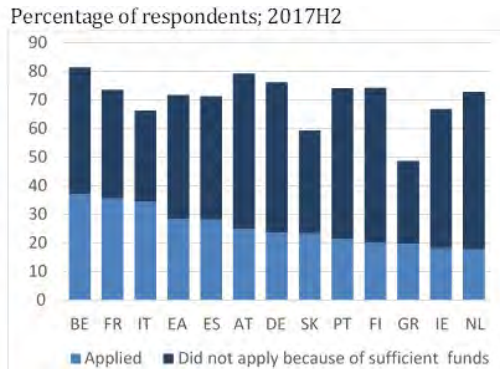


Bron: NVB

- Volgens de NVB geeft driekwart van het mkb aan geen behoefte te hebben aan externe financiering. Uitbreidingsplannen en/of werkkapitaal kunnen in veel gevallen vanuit interne middelen, zoals winst, worden gefinancierd. In enquêtes geven mkb-bedrijven dan ook minder vaak aan (grote) financieringsknelpunten te ervaren.

De eerdere figuur 38b liet zien dat het Nederlandse mkb een significante bijdrage levert aan het nationale spaaroverschot. Als het Nederlandse mkb zelf meer spaart, dan zal het ook minder behoefte hebben aan nieuwe leningen. Figuur 45 toont aan dat een relatief klein deel van de Nederlandse mkb-bedrijven om een banklening vraagt, juist vanwege toereikende interne middelen.

Figuur 45 – Een klein deel van het Nederlandse mkb vraagt om een banklening



Bron: ECB

- De NVB stelt dat banken geen balans- of liquiditeitsbeperkingen hebben die hen er van weerhouden om mkb-financiering te verstrekken. De bancaire financiering van woninghypotheken vormt geen belemmering voor mkb-financiering.
- De regels van Bazel III en Bazel IV houden in dat banken voor sommige vormen van mkb-financiering meer kapitaal moeten aanhouden. Een hoger kapitaalbeslag leidt tot hogere tarieven of een scherpere keuze van de bank welke financiering wél en niet verstrekt wordt. Het is aan de individuele banken om hier hun risicobeleid op aan te passen.

Het mkb kan wel last hebben van bancaire financieringsknelpunten

De tot nog toe gepresenteerde informatie kan ook anders worden geïnterpreteerd. Dat komt mede omdat de causaliteit niet altijd duidelijk is. De onderstaande vragen maken dit duidelijk:

- Heeft het Nederlandse mkb minder behoefte aan bancair krediet omdat het meer is gaan sparen, of is het mkb meer gaan sparen omdat krediet duur is en omdat de indruk bestaat dat banken toch nee verkopen?
- Doen banken minder aan mkb-financiering omdat het mkb minder krediet vraagt, of omdat banken binnen hun eigen risico-rendement-afweging de markt voor hypotheekfinanciering aantrekkelijker vinden?
- Ziet het mkb af van bankleningen omdat de rente te hoog is, of is het mkb niet bereid om een marktconforme rente-opslag te betalen?
- Is de markt voor mkb-financiering weinig aantrekkelijk, of hanteren banken een te hoge rendementseis op het eigen vermogen?
- Als mkb-financiering relatief riskant is, moeten banken dan meer reserves aanhouden, of is dit dan een reden om mkb-financiering te beperken?
- Als het Nederlandse mkb als geheel geen grote financieringsknelpunten ervaart, geldt dat dan ook voor subgroepen van het mkb, waaronder starters en microbedrijven? Deze subgroepen zijn goed voor een klein deel van de bancaire mkb-financiering, maar vertegenwoordigen het leeuwendeel van de mkb-ondernemers.
- Zijn hoge afwijzingspercentages een bewijs dat Nederlandse banken te streng zijn, of vragen in Nederland vooral zwakke mkb-bedrijven om krediet?
- Zijn dalende afwijzingspercentages (figuur 43) een teken van soepeler kredietstandaarden, of zijn zoveel ondernemers zo ontmoedigd, dat er ook minder af te wijzen valt?
- De afwijzingspercentages van mkb-kredieten waren in 2014 bijzonder hoog. Nu is er een dalende trend. Wat is het risico dat de afwijzingspercentages in een volgende recessie weer omhoog schieten?

Op veel van deze vragen is het antwoord niet eenduidig. Mede daardoor is het nog te vroeg om (huidige of toekomstige) knelpunten bij mkb-financiering uit te sluiten.

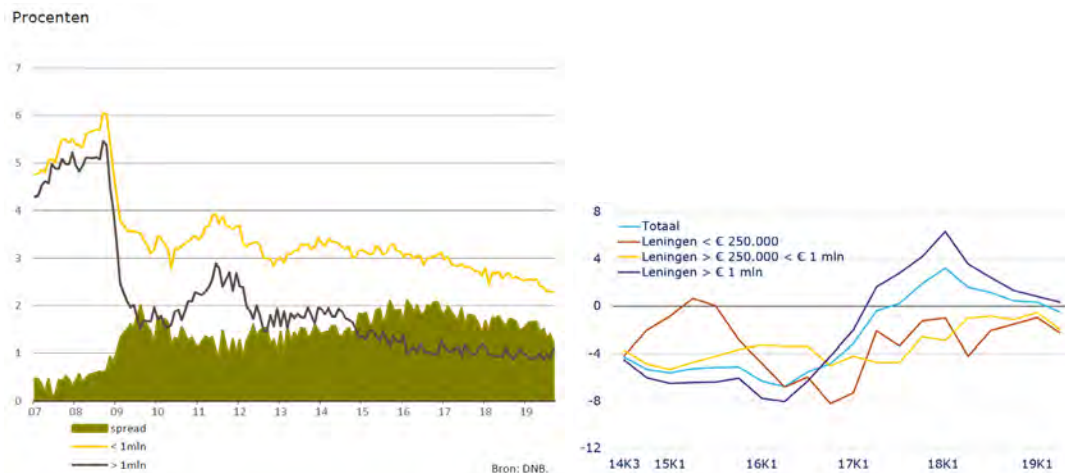
Het IMF signaleert dat de groei van het Nederlandse mkb mede stagneert vanwege financieringsknelpunten. De oprichting van een centraal kredietregister (zie verder) zou het mkb kunnen helpen om aanvullende financieringsbronnen aan te boren⁶¹:

8. The SME sector has lost dynamism, partly due to skills shortages and hurdles in obtaining credit. (...) Financing is limited to bank loans and borrowing costs for small firms remain higher than in peer countries. The creation of a credit bureau would help improve information and facilitate SMEs' access to finance.

Ook CPB en DNB zien aanwijzingen voor aanhoudende financieringsknelpunten voor het Nederlandse mkb. Figuur 46a laat zien dat het renteverskil tussen kleine en grote leningen sinds de crisis fors is gestegen, en sindsdien hoog is gebleven⁶². Dit komt bovenop de verscherpte kredietvoorwaarden voor kleinere bedrijven (de eerdere figuren 37 en 43). Ten opzichte van het Europese mkb worden Nederlandse mkb-bedrijven relatief vaak afgewezen voor een lening, ook al vragen zij juist minder vaak een lening aan (zie volgende paragraaf). In combinatie impliceert dit een (relatieve) achteruitgang van kleinere bedrijven bij hun toegang tot bancaire krediet. Het is evenwel mogelijk dat banken voor de kredietcrisis het hogere mkb-kredietrisico onvoldoende hebben doorberekend in de prijs.

Figuur 46a – Rente op kleine en grote bedrijfsleningen in Nederland

Figuur 46b – Jaargroei kleine en grote mkb-leningen in Nederland



Bron: DNB (2019), *Het spaaroverschot van Nederlandse bedrijven ontrafeld*.

DNB vermoedt dat bovengenoemde factoren een rol spelen bij de krimp van de kredietverlening aan het mkb. Figuur 46b laat zien dat de mkb-kredietgroei de laatste jaren weer positief is voor leningen groter dan 1 miljoen euro. Voor kleinere leningen is nog steeds sprake van krimp⁶³. Als de krimpende bancaire kredietverlening een aanwijzing is voor een haperende kredietverlening aan het mkb, dan kan dat ten koste gaan van de economische groei. Het kan ertoe leiden dat bedrijven met goede investeringsmogelijkheden onvoldoende middelen hebben om deze projecten te financieren, wat de productiviteitsgroei onder druk zet⁶⁴.

⁶¹ IMF (2018), *Kingdom of the Netherlands: Staff Concluding Statement of the 2019 Article IV Consultation*, December 6, 2018, paragraaf 8.

⁶² DNB (2019), *Het spaaroverschot van Nederlandse bedrijven ontrafeld*. In het Landrapport Nederland 2019 maakt de Europese Commissie vergelijkbare observaties.

⁶³ DNB (2018), *Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten*, december 2018, p. 17.

⁶⁴ Bun en De Winter, *Measuring trends and persistence in capital and labor Misallocation*, DNB Working Paper, juni 2019.

De volgende paragraaf gaat uitgebreider in op bancaire mkb-financiering in Europees perspectief.

4.8.5 Mkb-bankfinanciering in Europees perspectief

Het Nederlandse mkb heeft mogelijk last van kredietrantsoenering

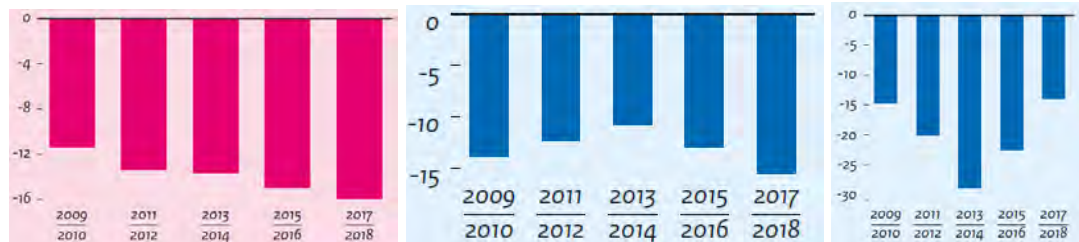
In een recent onderzoek heeft het CPB de bankfinanciering van het Nederlandse mkb vergeleken met de situatie in andere EU-landen⁶⁵. Dit levert enkele aanvullende inzichten op.

Vergeleken met de eurozone heeft het Nederlandse mkb minder kans op een banklening (figuur 47a). Nederlandse mkb-bedrijven vragen minder vaak een lening aan (figuur 47b), maar worden vaker afgewezen (figuur 47c).

Figuur 47a – Relatieve kans op kredietverlening t.o.v. eurozone (%)

Figuur 47b – Leenaanvragen t.o.v. eurozone (%)

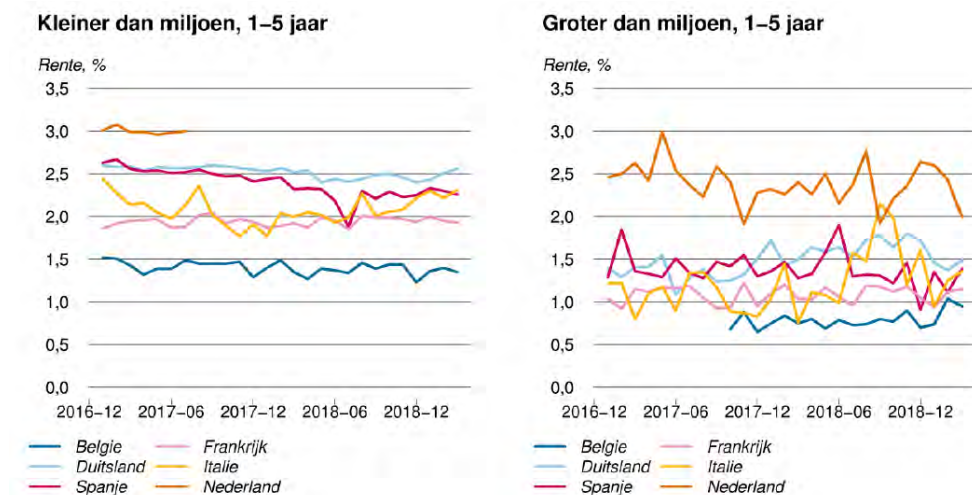
Figuur 47c – Volledig toegekende leenaanvraag t.o.v. eurozone (%)



Bron: CPB

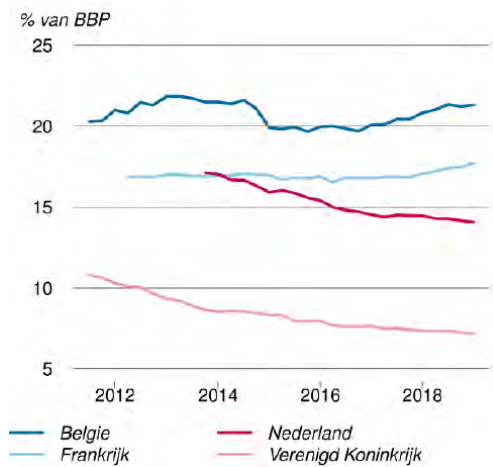
Vergeleken met andere landen in de eurozone betalen Nederlandse bedrijven, waaronder het mkb, een hoge rente voor een banklening (figuur 48). Dit gaat samen met een krimpende bancaire kredietverlening aan het Nederlandse mkb (figuur 49).

Figuur 48 - Relatief hoge marktrentes voor bedrijfsleningen bij Nederlandse banken



⁶⁵ CPB Policy Brief (2019), *Mkb-bankfinanciering in Europees perspectief*.

Figuur 49 – Uitstaande bankleningen aan het mkb (% bbp)



Bron: CPB

Het Nederlandse mkb is gemiddeld genomen financieel gezond, zowel vergeleken met het mkb in andere landen als ten opzichte van grotere ondernemingen in Nederland (tabel 4).

Tabel 4 - Mediaan eigen vermogen en winst per bedrijfsgrootte in verschillende Europese landen

	Nederland	België	Duitsland	Oostenrijk	Frankrijk	Spanje	Italië
Netto operationele winst als percentage van de bezittingen							
Kleine bedrijven, omzet < 10M	8%*	5%	6%	6%	6%	2%	5%
Middelgrote bedrijven, 10M < omzet < 50M	10%*	6%	6%	6%	5%	5%	5%
Grote bedrijven, omzet > 50M	7%*	4%	6%	5%	4%	5%	4%
Eigen vermogen als percentage van de bezittingen							
Kleine bedrijven, omzet < 10M	44%	46%	36%	33%	41%	47%	23%
Middelgrote bedrijven, 10M < omzet < 50M	35%	35%	38%	31%	33%	42%	27%
Grote bedrijven, omzet > 50M	36%	32%	36%	33%	32%	40%	30%

Bron: CPB

Het bovenstaande suggereert dat de strengere financieringsvoorwaarden van banken (minder kans op een banklening, hogere rente) niet zijn ingegeven doordat het Nederlandse mkb er slechter voor staat dan het mkb in andere eurolanden. De alternatieve verklaring is dan dat Nederlandse banken relatief terughoudend zijn met kredietverlening aan het Nederlandse mkb. Het CPB ziet in dit verband aanwijzingen voor marktfalens in de vorm van kredietrantsoenering en marktmacht.

Welke verklaringen voor kredietrantsoenering mkb?

Het CPB benadrukt dat het moeilijk is om marktfalens als marktmacht en kredietrantsoenering aan te tonen. Een deel van de afgewezen leenaanvragen is immers terecht. Zo moet een bank een kredietaanvraag afwijzen als een project of bedrijf naar verwachting geen winst gaat maken, of als de verwachte winst die de bank kan maken op de lening, de vaste kosten van die lening niet dekt.

Daar staat tegenover dat deze overwegingen ook spelen bij mkb-financiering in andere eurolanden. Er zijn geen aanwijzingen dat het Nederlandse mkb hogere risico's heeft of

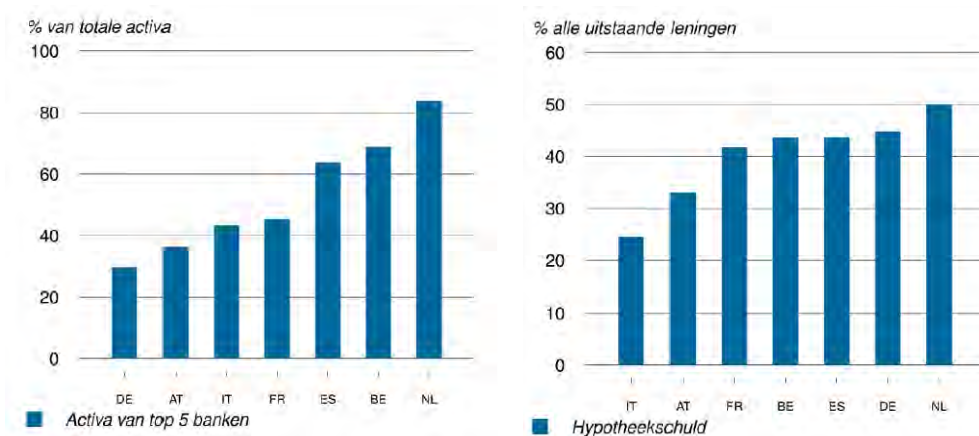
dat het Nederlandse bankwezen voor mkb-financiering relatief hoge kosten moet maken. Nederlandse banken kunnen voor hun financiering in voldoende mate beschikken over goedkope consumentendeposito's. Bovendien kunnen banken in de eurozone tegen dezelfde voorwaarden lenen bij de ECB.

Het CPB sluit niet uit dat marktmacht een rol speelt bij de lage kans op een mkb-krediet en bij de hoge markttrentes voor bedrijfsleningen in Nederland. Banken kunnen dan meer winst maken door hoge rentemarges te hanteren.

In Nederland verzorgen de top-5 banken meer dan 80 procent van de kredietverlening (figuur 50a)⁶⁶. Een hoge concentratiegraad vormt op zichzelf geen bewijs voor een gebrek aan concurrentie. Volgens de economische theorie is er wel een duidelijke correlatie tussen hoge marktconcentratie en lage concurrentie. Het is echter bijna onmogelijk om de concurrentie tussen banken te meten⁶⁷.

Figuur 50a – Nederlandse bankensector is relatief geconcentreerd

Figuur 50b – Nederlandse banken hebben een relatief sterke focus op hypothecaire leningen (% uitstaande leningen)



Bron: CPB

Een tweede verklaring is dat mkb-leningen uit de markt kunnen worden gedrukt doordat Nederlandse banken hypothecaire leningen aantrekkelijker vinden. Dit speelt vooral in een situatie waarin banken zich niet ongelimiteerd kunnen financieren op internationale kapitaalmarkten en dus moeten kiezen tussen financieringsprojecten. Figuur 44b laat zien dat een relatief groot deel van de kredietverlening van Nederlandse banken is bestemd voor hypotheekfinanciering. Het CPB signaleert dan ook dat de Nederlandse markt voor hypotheekfinanciering voor kredietverschaffers aantrekkelijke kenmerken heeft:

Nederlandse banken ervaren om een aantal redenen een relatief sterke bescherming bij terugbetalingsproblemen van huiseigenaren. De fiscus draagt hier een deel van de lasten, veel huiseigenaren maken gebruik van een NHG-verzekering (waardoor uiteraard de rente wel lager is) en huiseigenaren blijven hoofdelijk aansprakelijk voor een eventuele restschuld. De looptijden van hypothecaire leningen zijn bovendien relatief lang en de kosten om betalingen te innen zijn laag.

In theorie zou dit nog steeds kunnen samengaan met voldoende kredietverlening aan het mkb. Banken zouden in een competitieve markt immers aanvullend kapitaal kunnen

⁶⁶ De Nederlandse bancaire markt is sterk geconcentreerd. Uit de SAFE enquête blijkt dat een Nederlandse MKBer in 2017 gemiddeld 1,5 bankrelatie had. Dit is substantieel lager dan het gemiddelde in de rest van de Eurozone. Zie: CPB Policy Brief (2019), *Mkb-bankfinanciering in Europees perspectief*.

⁶⁷ Dubovik en Kalara (2018), *Can we measure banking sector competition robustly?*

ophalen om de risico's van mkb-financiering te dragen. Het CPB merkt echter op dat de praktijk kan afwijken van de theorie:

In de werkelijkheid is de markt echter niet perfect competitief en ervaren banken ook (kortetermijn-) kapitaalrestricties, bijvoorbeeld door regelgeving over aan te houden kapitaalbuffers in de Europese Capital Requirements Directive ('Bazel 3'). Recent wetenschappelijk bewijs laat zien dat banken na verhoogde kapitaaleisen eerder kiezen voor het inkrimpen van de balans dan voor het uitgeven van nieuwe aandelen. Dan is het niet gek dat de meer winstgevendende leningen voorrang krijgen in de leenportefeuille.

In de derde plaats kan kredietrantsoenering samenhangen met informatie-asymmetrie. Financiers zijn dan huiverig om het mkb krediet (of kapitaal) te verstrekken, omdat ze onvoldoende informatie hebben over het bedrijf. Het CPB geeft de volgende toelichting:

Het marktfalen 'kredietrantsoenering' treedt op als rendabele maar risicovolle projecten geen eigen vermogen en geen vreemd vermogen kunnen krijgen en dus niet van de grond komen. Kredietrantsoenering (credit rationing) ontstaat als geldverstrekkers onvoldoende zicht en/of invloed hebben op de dagelijkse gang van zaken in de onderneming, of als geldverstrekkers onvoldoende controle hebben over de restwaarde van een project bij faillissement (of te weinig onderpand). Bij vreemd vermogen moeten hogere risico's door een hogere rente worden gecompenseerd. Een hogere rente vergroot de kans dat de ondernemer de lening niet kan terugbetalen. Daarom bestaat er als de risico's te groot zijn, geen rente, ongeacht hoe hoog, waarbij de kredietverstrekking rendabel is voor de crediteur.

Op zich zou dit probleem zich ook moeten voordoen bij mkb-financiering in andere eurolanden. Het CPB wijst er evenwel op dat Nederland geen publiek kredietregister heeft waar iedere potentiële geldverstrekker informatie kan inzien over de kredietwaardigheid van een bedrijf. In België, Ierland, Italië en Spanje is dit wel het geval. Verschillende instanties (IMF, CPB) hebben dan ook gepleit voor de oprichting van een publiek kredietregister in Nederland om de toetreding van alternatieve aanbieders op de financieringsmarkt te vergemakkelijken.

De SER heeft in zijn rapport over MKB-financiering gepleit naar onderzoek op dit gebied⁶⁸:

Verlaag de kosten van ontbrekende informatie; hiervoor staan verschillende wegen open. Het beter gebruikmaken van de Standard Business Reporting (SBR) is nuttig en nodig, maar nog niet voldoende. Er zijn twee voor de hand liggende aanvullingen. Een aanvulling (top-down) is het instellen van een centraal kredietregister. Dit zou een overheidstaak kunnen zijn. Een alternatieve bottom-up benadering is het tot wasdom laten komen van een markt voor risicobeoordelingen. Nader onderzoek moet uitwijzen wat voor Nederland het best zal werken en/of wat het snelst resultaat oplevert.

Welke oplossingen om mkb-financiering te versterken?

Gelet op de mogelijke verklaringen voor achterblijvende kredietverlening aan het mkb ziet het CPB verschillende beleidsopties.

Het CPB ziet het aanpakken van informatieasymmetrie via bijvoorbeeld een kredietregister als een haalbare en relatief goed onderzochte beleidsinterventie. Een kredietregister kan verschillende vormen krijgen, maar in de kern gaat het om het per bedrijf verzamelen van gegevens over de brede krediethistorie en de huidige kredietwaardigheid. Iedere mogelijke kredietverstrekker kan vervolgens toegang tot deze gegevens krijgen, wat nuttig is voor individuele leenaanvragen, maar wat ook algemene marktinformatie biedt aan nieuwe toetreders. Daarbij kan de overheid (een deel van) de kosten van deze informatievoorziening dragen. Hierdoor functioneert de financieringsmarkt naar verwachting als geheel beter en is er daardoor minder kans op kredietrantsoenering.

⁶⁸ SER-rapport (2014), *Verbreiding en versterking financiering mkb*, p. 60.

In dit verband is interessant dat het kabinet in de recente beleidsvisie mkb-financieringsmarkt een onderzoek aankondigt naar het nut van en de mogelijkheden voor een kredietregister:

Verbetering kredietinformatie

In samenwerking met De Nederlandsche Bank en het ministerie van Financiën zal ik een onderzoek uitvoeren naar het nut en de mogelijkheid om een kredietregister te ontwikkelen waar karakteristieken van leningen en leners kunnen worden geregistreerd en onder voorwaarden worden gedeeld. Dit onderzoek zal eind 2019 starten. Doel is om inzicht te verwerven in de mogelijke functies, opzet en kosten van een kredietregister en daarbij van voorbeelden uit het buitenland te leren, evenals van de reeds gestandaardiseerde rapportage van kredietgegevens door banken aan de ECB (Anacredit). Een kredietregister kan bijdragen aan een verbeterde toegang van nieuwe kredietverleners tot de markt voor mkb-kredieten en aan een verbeterde toegang van mkb'ers tot krediet. Daarnaast kan een kredietregister de beoordelingskosten van financiers en mogelijk de rente die wordt doorberekend aan de mkb'er verlagen. Ook het gebruik van Standard Business Reporting als standaard van financiële verslaggeving voor verbetering van de kredietinformatie wordt in deze actie betrokken.

In de tweede plaats kan het voltooiën van een Europese Bankenuie de toetredingsdrempels voor alternatieve uitlenende instanties verlagen. Iets dergelijks geldt voor de Europese kapitaalmarktunie.

Een derde mogelijkheid is dat de overheid ingrijpt in de marktordening om zodoende de (banken)concurrentie op de Nederlandse bedrijfsleningenmarkt te stimuleren. Het CPB signaleert dat de overheid binnen de huidige kaders van het mededingingsrecht beperkte instrumenten heeft om de concurrentie te bevorderen. Het is moeilijk om misbruik van marktmacht of ongeoorloofde samenwerking ten nadele van de consument aan te tonen. Een alternatief is dat de overheid de Volksbank inzet voor het verstrekken van mkb-kredieten tegen lagere rentes. Het CPB verwacht evenwel dat dit in strijd zal zijn met Europese mededingingsregels.

In de vierde plaats is het goed om de samenhang met de markt voor hypotheekfinanciering in de gaten te houden. De fiscale stimulering van eigenwoningbezit dient andere beleidsdoelen dan het stimuleren van mkb-financiering, maar heeft hierop mogelijk wel onbedoelde bijeffecten.

Ten slotte signaleert het CPB dat beleidsmakers ook generieke maatregelen kunnen nemen om de kredietverlening aan het midden- en kleinbedrijf te verhogen. Van belang bij dit type maatregel is wel dat de substitutie van privaat door publiek geld zoveel mogelijk wordt voorkomen. Dit spoort goed met een vergelijkbare aanbeveling in het SER-rapport van 2014:

Marktfalen kan deels via collectieve actie opgelost worden zonder dat de overheid daar een blijvende rol in hoeft te spelen. Dat geldt vooral voor de verschillende alternatieve financieringsvormen voor het grotere mkb. Voor een deel lijkt ook sprake te zijn van een opeenstapeling van knelpunten bij het micro en innovatief (startend) kleinbedrijf die niet goed op een marktconforme manier kunnen worden opgelost. Als inderdaad sprake is van permanente financieringsknelpunten, dan kan dat permanente overheidsfaciliteiten rechtvaardigen, zoals de BMKB en het stimuleren van participatiefondsen. Daarbij is van belang dat de overheid de risicobeoordeling aan gespecialiseerde partijen overlaat.

4.8.6 Financieringsknelpunten en macro-economische volatiliteit?

Een belangrijke vraag in dit verband is in hoeverre aanhoudende financieringsknelpunten voor het mkb nog steeds kunnen bijdragen aan macro-

economische onevenwichtigheden en macro-economische volatiliteit. Hier zijn verschillende factoren in het geding. De samenhang der dingen is nog niet helemaal duidelijk en vraagt om nader onderzoek.

Economische groei

Een haperende kredietverlening aan het bedrijfsleven, waaronder het mkb, kan via verschillende kanalen een rem zetten op de economische ontwikkeling. Zo kan beperkte toegang tot krediet ertoe leiden dat bedrijven met goede investeringsmogelijkheden onvoldoende middelen hebben om deze projecten te financieren.

Financieringsknelpunten bij innovatieve starters zetten de productiviteitsgroei onder druk. Financieringsknelpunten kunnen mede een verklaring bieden voor de beperkte doorgroei van het Nederlandse mkb.

Nog meer besparingen?

Wanneer bedrijven met beperkte toegang tot krediet terugvallen op het inhouden van winsten om hun investeringen te financieren, impliceert dit een toename van hun besparingen. Hogere besparingen van bedrijven gaan ten koste van de binnenlandse bestedingen en verhogen het nationale spaaroverschot. Op deze manier levert Nederland geen bijdrage aan de gewenste herbalancering in de eurozone tussen landen met overschotten en tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans (zie ook paragraaf 4.9). Dit houdt tevens in dat de koopkrachtige vraag in de huidige tekortlanden van de eurozone minder als buffer kan fungeren als Nederland in recessie raakt.

Daar staat tegenover dat het Nederlandse mkb, gelet op de ervaringen van de economische crisis, bewust aan winsthouding kan doen om zodoende een buffer te creëren voor een volgende recessie.

Stabiliserende rol monetair beleid komt niet goed uit de verf

Een beperkte toegang van het mkb tot bancair krediet vermindert de doorwerking van monetair beleid in de financieringskosten van bedrijven. Een verandering van de beleidsrente komt dan niet (in gelijke mate) bij alle bedrijven terecht. Het ECB-beleid sorteert dan minder effect bij het stabiliseren van de economische ontwikkeling.

Financieringsknelpunten werken procyclisch

Van groot belang voor deze SEA-verkenning is dat financieringsknelpunten zelf procyclisch zijn. Wanneer het voor banken relatief kostbaar is om kleine kredieten te verstrekken (hoge transactiekosten vanwege schaalnadelen), dan kan dit met name tijdens een economische neergang de kredietverlening aan het mkb minder aantrekkelijk maken. In combinatie met mogelijke kredietverliezen en kapitaalschaarste bij banken kunnen deze hoge kosten dan een reden worden om de kredietverlening aan het mkb verder te verminderen. Ook het aanbod van alternatieve financieringsvormen (durfkapitaal, crowd funding, etc.) kan conjunctuurgevoelig zijn. Als het mkb in een recessie nog minder bij banken terecht kan, kan dat bijdragen aan de macro-economische volatiliteit⁶⁹.

Hypotheekfinanciering

De indruk bestaat dat niet-bancaire financiers, waaronder pensioenfondsen, na 2013 vooral op eigen kracht de weg naar Nederlandse hypotheek hebben gevonden. Overheidsgaranties zijn niet nodig gebleken. Inmiddels is er voldoende aanbod van financiering. De hypotheekrente is vergelijkbaar met die in de ons omringende landen.

Met de nieuwe kapitaaleisen (Bazel IV) moeten Nederlandse banken meer eigen vermogen aanhouden voor hypotheekfinanciering. Dit zou het aanbod van hypotheekfinanciering opnieuw onder druk kunnen zetten. Er zijn echter geen aanwijzingen dat het marktaandeel van Nederlandse banken bij nieuwe hypotheek

⁶⁹ CPB (2019), *Risicorapportage Financiële markten 2019*, p. 9.

terugloopt⁷⁰. Het CPB ziet eerder de tegenovergestelde ontwikkeling. De hypothecaire leenmarkt is nog steeds zo aantrekkelijk dat de mkb-financiering er onder kan lijden. Als het nieuw aan te trekken eigen vermogen vooral voor hypotheekfinanciering wordt benut, dan kan dat extra druk zetten op de kredietverlening aan het mkb.

Overkoepelend beeld

Het overkoepelende beeld is dat er anno 2019 nog steeds financieringsknelpunten kunnen zijn met bijkomende risico's voor de volatiliteit van de Nederlandse economie.

Het grootbedrijf is steeds beter in staat om op de obligatiemarkt tegen gunstige voorwaarden financiering aan te trekken. De vraag is of dit ook stand houdt in tijden van recessie en of het grootbedrijf dan alsnog kan terugvallen op bancaire financiering. Het (kleinere) mkb is sterk afhankelijk van bancaire financiering, maar Nederlandse grootbanken zijn terughoudend⁷¹. Er is nog steeds sprake van krimp bij de kleinere mkb-kredieten. Alternatieve financieringsvormen zijn in opkomst, maar leggen nog weinig gewicht in de schaal.

Bancaire financieringsknelpunten beperken verder de stabiliserende rol van het monetaire beleid van de ECB. Het ruimere monetaire beleid vertaalt zich onvoldoende in een ruimere en goedkopere toegang van het mkb tot bancair krediet.

In tijden van hoogconjunctuur lijkt het mkb de krimpende bancaire kredietverlening te compenseren door winstinhouding. Deze bron zal bij een komende recessie opdrogen. Als in een neergaande conjunctuur de bancaire kredietverlening aan het mkb verder onder druk komt te staan, dan kan dat de recessie verdiepen.

De financiering van hypotheeklen is inmiddels in stabielere vaarwater. Een aandachtspunt is dat banken de markt voor hypotheekfinanciering aantrekkelijker kunnen vinden dan de markt voor mkb-financiering. Banken kunnen bij hun kapitaalposities en risicorendement-afwegingen keuzes maken die nadelig zijn voor mkb-financiering.

4.9 Budgettair beleid

Het belang van automatische stabilisatie

Het helpen beperken van volatiliteit – macro-economische stabilisatie – is een van de klassieke functies van het begrotingsbeleid⁷²:

Anticyclisch begrotingsbeleid dempt de conjunctuurgolven. Dit leidt ertoe dat de werkloosheid tijdens recessies minder sterk oploopt en de inflatie tijdens hoogconjunctuur minder versnelt. De geringere economische schommelingen leiden tot minder onzekerheid bij bedrijven en huishoudens en verkleinen de kans op permanente effecten van een recessie (hysterese), met positieve effecten op het inkomen op lange termijn.

Het belang van automatische stabilisatie wordt in verschillende rapporten onderstreept. De Studiegroep Begrotingsruimte legt een verband met de volatiliteit van de Nederlandse economie (mede als gevolg van de lange balansen van huishoudens) en met de schokgevoeligheid van de Nederlandse begroting⁷³:

De economie is gebaat bij een dempende werking van de begroting. Uit de economische literatuur blijkt dat begrotingsbeleid gericht op automatische stabilisatie – waarin de begroting meebeweegt met de economie – tot de beste uitkomsten leidt.

⁷⁰ DNBulletin (2019)

⁷¹ Kredietaanvragen van het Nederlandse MKB worden vaker afgewezen dan kredietaanvragen van MKB-bedrijven in andere landen van de Eurozone.

⁷² Wim Suyker (2016), *Opties voor begrotingsbeleid*, CPB Policy Brief 2016/02.

⁷³ Studiegroep Begrotingsruimte (2016), Vijftiende rapport: *Van saldosturing naar stabilisatie*.

Dit geldt in het bijzonder voor de Nederlandse economie. Nederlandse huishoudens beschikken namelijk over lange balansen: relatief hoge schulden (met name de woning hypotheek) én grote vermogens uit hoge verplichte besparingen (met name het tweedepijlerpensioen en de woning), die bovendien niet direct beschikbaar zijn. Hierdoor zijn huishoudens kwetsbaar voor ontwikkelingen op de woningmarkt en financiële markten. Hervormingen van de woningmarkt en pensioenen zijn nodig om de problematiek van lange balansen te verminderen. Zolang deze blijft bestaan, is het des te belangrijker dat van de begroting een dempende werking uitgaat.

Voor automatische stabilisatie is versterking van de schokbestendigheid van de begroting nodig. (...) Bij een nieuwe economische schok kan de schuld oplopen tot een potentieel schadelijk niveau of kan de houdbaarheid van de overheidsfinanciën in het geding komen. Dit zou opnieuw ingrijpende maatregelen in economisch slechte tijden kunnen vereisen. Hierbij speelt mee dat de Nederlandse begroting zeer gevoelig is voor economische schokken; de zogeheten begrotingselasticiteit is de hoogste van alle Europese landen. Bij tegenslag verslechtert de Nederlandse begroting dus snel.

Het CPB (CEP 2019) benadrukt de maatschappelijke baten van automatische stabilisatie. Bezuinigingen in tijden van recessie gaan al gauw ten koste van kwetsbare groepen:

This time is different? Traditioneel gaat Nederland bij de eerste tekenen van tegenspoed in de stand van bezuinigen en hervormen. Dit heeft wel een prijs. De onzekerheid neemt verder toe, bezuinigingen dempen de toch al lage groei, het welbevinden krijgt een knauw.

Het klassieke economenantwoord op een conjunctuuromslag - automatische stabilisatie - wint aan kracht als je welbevinden als uitgangspunt voor beleid neemt. Trendmatig begrotingsbeleid zorgt ervoor dat het begrotingssaldo mee ademt met de economische ontwikkeling en automatische stabilisatoren zullen het effect van een economische neergang dempen. Minder mensen verliezen werk, met positieve gevolgen voor inkomen, zingeving en welbevinden. Recent is de stabilisatiefunctie van de begroting versterkt door een aantal conjunctuurgevoelige posten buiten de uitgavenkaders te plaatsen. Het begrotingssaldo staat door de gunstige conjunctuur in de plus, de overheidsschuld daalt rap. Volgens de Nederlandse regels is er dus ruimte om bij een eventuele neergang het trendmatig begrotingsbeleid vol te houden. Daar zou Brussel toch van te overtuigen moeten zijn, ook bij eventuele spanningen met de preventieve arm van het stabiliteits- en groeipact.

Trendmatig begrotingsbeleid voorkomt ook kostbaar zwabberbeleid. De recente crisis en het daarop volgend economisch herstel hebben een opeenvolging van bezuinigingen en intensiveringen gekend. Fraaie voorbeelden van dit type beleid zijn bezuinigingen op, respectievelijk intensiveringen in de langdurige zorg en de kinderopvang. Dit heeft de op- en neergang van de conjunctuur versterkt, in plaats van afgeremd. De betere uitgangspositie op dit moment maakt het mogelijk om zigzagbeleid de volgende keer te voorkomen, en daarmee de bijbehorende gevolgen in termen van werkloosheid, inkomen, ongelijkheid, welbevinden en ondoelmatigheid te beperken.

Hervormen gaat in Nederland gemakkelijker tijdens een recessie, maar deze timing kent ook belangrijke nadelen. Economische hervormingen kunnen de levensstandaard op lange termijn verhogen en nieuwe uitdagingen het hoofd bieden. De druk van een economische crisis kan het gemakkelijker maken om hervormingen door te voeren. Voordelen op lange termijn kunnen echter gepaard gaan met kosten op korte termijn. Bij beslissingen over hervormingen zijn ook deze kosten belangrijk, vooral als deze op korte termijn kwetsbare groepen treffen die al relatief hard geraakt worden door de recessie. Juist in barre tijden hebben mensen behoefte aan een overheid die beschutting biedt.

De praktijk van procyclisch beleid

In de praktijk blijkt het niet zo eenvoudig om de begroting de beoogde stabiliserende rol te laten spelen⁷⁴. Dat geldt vooral voor Nederland, maar ook voor andere EU-landen.

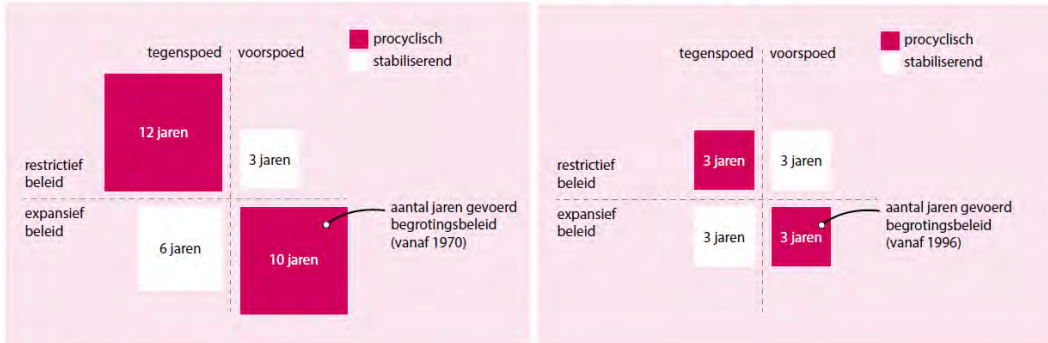
⁷⁴ Wim Suyker (2016), *Opties voor begrotingsbeleid*, CPB Policy brief 2016/2.

Figuur 51 geeft een overzicht van perioden waarin de begroting pro- dan wel anticyclisch heeft gewerkt.

Figuur 51 – Conjuncturele stabilisatie door begrotingsbeleid, Nederland en EU-landen

Nederland, 1970-2014

EU-landen, 1996-2014



Bron: Homan en Suyker (2015).

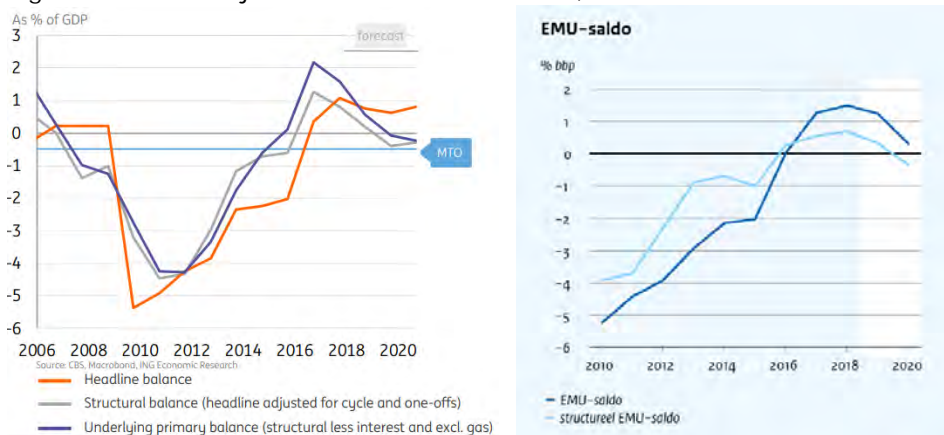
In tijden van tegenspoed blijkt Nederland vaak een discretionair restrictief begrotingsbeleid te voeren. In tijden van voorspoed is vaak sprake van discretionair expansief beleid, wat zich uit in een verslechtering van het structurele (voor de stand van de conjunctuur gecorrigeerde) EMU-saldo.

Figuur 52a laat zien dat het structurele EMU-saldo (de grijze lijn) van 2006 tot 2010 fors is verslechterd. Dat gebeurde grotendeels (2006-2009) in conjunctureel goede jaren. Van 2010 tot 2016 (de minder goede jaren) volgde een flinke verbetering van het structurele saldo. In beide perioden heeft het budgettaire beleid dus procyclisch gewerkt.

In figuur 52b laat het structurele EMU-saldo tot 2018 een verbetering zien. In 2019 en 2020 volgt een verslechtering. De economische groei in 2019 en 2020 zit op of boven de potentiële groei. Een verslechtering van het structurele saldo in conjunctureel goede jaren duidt opnieuw op procyclisch beleid.

Figuur 52a – Feitelijk en structureel EMU-saldo, 2006-2020

Figuur 52b – Feitelijk en structureel EMU-saldo, 2010-2020



Bron figuur 52a: ING Economics Department, Dutch Economy Chart Book, oktober 2018

Bron figuur 52b: CPB, MEV 2020

Procyclisch beleid door budgettaire systematiek?

De Raad van State merkt op dat trendmatig begrotingsbeleid in opzet anticyclisch is⁷⁵. Procycliteit is dus niet zozeer het gevolg van de budgettaire systematiek, maar van het niet consequent toepassen van de begrotingsregels:

Het Nederlands trendmatig begrotingsbeleid wordt door de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OECD) en het IMF als goed tot zeer goed beoordeeld. Niettemin was de uitvoering van het trendmatig begrotingsbeleid in de praktijk herhaaldelijk moeilijk en diverse keren in strijd met de basisprincipes van dit beleid. In plaats van de conjunctuur te dempen viel het begrotingsbeleid diverse keren procyclisch uit.

Budgettaire systematiek en de financiering van overheidsinvesteringen

De Raad van State signaleert een trendmatige daling van de overheidsinvesteringen als percentage van het bbp. De Raad vermoedt dat de huidige begrotingsregels ertoe leiden dat overheidsinvesteringen steeds meer worden weggedrukt door overdrachten en consumptieve overheidsuitgaven.

Op zich zijn er al verschillende mogelijkheden om overheidsinvesteringen over de conjunctuurcyclus heen te financieren. De Raad van State signaleert dat dit stabiliserend heeft gewerkt, terwijl het ook een bijdrage heeft geleverd aan de goede kwaliteit van de Nederlandse infrastructuur:

Voor investeringen in infrastructuur en het Deltaprogramma zijn aparte begrotingsfondsen opgericht. Dergelijke fondsconstructies kunnen een bijdrage leveren aan het tegengaan van procyclisch beleid indien en voor zover de uitgaven daaruit langjarig vast (blijven) liggen, los van de conjunctuurcyclus. Deze fondsen en bijbehorende spelregels zoals meerjarenplanning en een verplichte kosten batenanalyse hebben waarschijnlijk bijgedragen aan de goede staat van de Nederlandse infrastructuur voor bereikbaarheid en waterbeheer en dat tegen een relatief lage prijs. In zekere zin is InvestNL i.o. ook een vehikel buiten de jaarlijkse begrotingscyclus gericht op investeringen, i.c. onder meer gericht op klimaat- en energietransitie.

Toch hebben de bestaande financieringsmogelijkheden de trendmatige daling van de overheidsinvesteringen niet kunnen voorkomen. De Raad van State vindt het dan ook een goed idee om te onderzoeken of overheidsinvesteringen binnen de begrotingssystematiek een aparte status kunnen krijgen. De Raad verwijst daarbij naar het in de Miljoenennota 2020 aangekondigde onderzoek naar een afzonderlijk investeringsfonds:

De Afdeling adviseert om bij het door de regering aangekondigde nader onderzoek nog twee perspectieven te betrekken. Het eerste is het trendmatig begrotingsbeleid, met andere woorden: bezie of elementen van een kapitaaldienst resp. batenlastenstelsel met het oog op (kapitaal-)investeringen het procyclisch karakter van begrotingsbeleid (mede) kunnen verminderen. Het tweede perspectief is het Europese: hoe verhoudt het zich tot de Europese begrotingsregels en hoe verhoudt het zich tot de discussie over tekorten en overschotten van lidstaten op de betalingsbalans?

Budgettaire systematiek, het Europees Semester en de Europese begrotingsregels

De Raad van State verwacht dat Nederland in 2019 en 2020 voldoet aan de Europese begrotingsregels:

In 2019 en 2020 blijft het feitelijk begrotingssaldo naar verwachting positief (1,2% BBP en 0,3% BBP) en daalt de overheidsschuld naar 47,6% BBP in 2020. Dit is ruimschoots onder de 60% BBP schuldnorm uit het SGP. Het structurele begrotingssaldo slaat naar verwachting om van een overschot van 0,3% BBP in 2019 naar een tekort van 0,4% BBP in 2020. Hiermee voldoet Nederland net aan de structurele begrotingsnorm van een maximaal tekort van 0,5% BBP.

⁷⁵ Raad van State (2019), Oordeel begrotingsautoriteit, no.WO6.19.0203/III

Nu hebben Nederland en Duitsland in het kader van het Europees Semester aanbevelingen gekregen om bij te dragen aan het herbalanceren van de eurozone. Landen met overschotten op de begroting en op de lopende rekening van de betalingsbalans zouden werk moeten maken van het stimuleren van de binnenlandse vraag⁷⁶. Op deze manier krijgen tekortlanden meer mogelijkheden om hun exporten op te voeren. Hierdoor komt de eurozone als geheel meer in evenwicht.

In de toelichting bij de aan Nederland gerichte aanbevelingen wordt dit als volgt verwoord⁷⁷:

Als lidstaat die de euro als munt heeft en in het licht van de grote onderlinge verwevenheid tussen de economieën van de economische en monetaire unie dient Nederland ervoor zorgen dat volledig en tijdig uitvoering wordt gegeven aan de aanbeveling voor 2019 voor de eurozone (...). Investeringsmaatregelen en maatregelen ter ondersteuning van loongroei zullen helpen gevolg te geven aan de eerste aanbeveling voor de eurozone inzake herbalancing binnen de eurozone (...)

De bijbehorende aanbevelingen aan Nederland luiden:

[In 2019 en 2020]

Beleid uitvoeren om het beschikbare inkomen van huishoudens te verhogen, onder meer door de voorwaarden ter ondersteuning van loongroei te versterken, met inachtneming van de rol van de sociale partners.

Met inachtneming van de begrotingsdoelstelling op middellange termijn, het begrotings- en structuurbeleid gebruiken om een opwaartse trend van de investeringen te steunen.

De aanbevelingen aan Nederland gaan over het te voeren beleid in 2019 en 2020. Dit zijn in Nederland jaren van boven trendmatige groei. Toch vraagt de EU aan Nederland om de binnenlandse vraag verder te versterken. Als budgettaire randvoorwaarde geldt de begrotingsdoelstelling op middellange termijn van -0,5 procent bbp. Met een tekort van -0,4 procent bbp in 2020 blijft Nederland precies binnen deze randvoorwaarde.

Miljoenennota 2020

De Miljoenennota 2020 benadrukt dat Nederland voldoet aan de Europese begrotingsregels, maar bewust afwijkt van de nationale begrotingsregels (het eerder genoemde trendmatige begrotingsbeleid). De Raad van State plaatst hier kritische kanttekeningen bij:

De regering past zowel de uitgaven- als inkomstenkaders aan. De omvang van deze tussentijdse aanpassingen is bovendien substantieel. Het totale uitgavenkader voor 2019 wordt ten opzichte van de Miljoenennota van vorig jaar met ruim € 4 miljard verlaagd en voor 2020 met iets meer dan € 2 miljard (...). In later jaren worden de kaders opgehoogd. Daarnaast wordt het inkomstenkader ook aangepast.

Opvallend is dat de regering aangeeft bewust te kiezen voor extra investeren en extra lastenverlichting in economische goede tijden. Dit is procyclisch beleid dat een duidelijke inbreuk is op het ook door de regering hetbevestigde trendmatig begrotingsbeleid. Hoewel de aanpassing van uitgaven- en inkomstenkaders thans geen grote bedreiging is voor de economie en de gezondheid van de Nederlandse overheidsfinanciën zolang deze daadwerkelijk eenmalig is, licht de regering niet toe waarom nu afgeweken moet worden van de principes van het trendmatig begrotingsbeleid.

⁷⁶ Een recente DNB-analyse laat zien dat het hoge Nederlandse spaaroverschot in belangrijke mate het gevolg is van besparingen van het Nederlandse MKB. Zie DNB (2019), *Het spaaroverschot van Nederlandse bedrijven ontrafeld*.

⁷⁷ Aanbeveling van de Raad over het nationale hervormingsprogramma 2019 van Nederland en met een advies van de Raad over het stabiliteitsprogramma 2019 van Nederland, Brussel, 2 juli 2019 (OR. en) 10172/19

Het weerwoord van de regering is dat het om een eenmalige aanpassing gaat, dat deze aanpassing nodig is voor de financiering van maatschappelijke akkoorden en transities, dat de beoogde intensiveringen niet in 2019 en 2020 kunnen worden verzolverd, en dat ook huishoudens moeten profiteren van de gunstige economische ontwikkeling⁷⁸:

Het kabinet past inderdaad eenmalig het inkomstenkader en uitgavenplafond aan voor het Klimaatakkoord, het Pensioenakkoord, het woningmarktpakket en een aanpassing van het kasritme van de investeringen uit het regeerakkoord. Ook verschuift het kabinet voor deze akkoorden uitgaven en inkomsten. De aanpassingen zijn een weloverwogen keuze van het kabinet. Vanuit maatschappelijk oogpunt zijn de akkoorden belangrijke stappen om Nederland duurzaam te maken en te zorgen voor een toekomstbestendig pensioenstelsel. Daarnaast presenteert het kabinet met deze Miljoenennota een pakket om de lasten van huishoudens, en met name die van werkenden, structureel te verlagen. Dat leidt tot een aanpassing van het inkomstenkader, maar is een welbewuste keuze om huishoudens mee te laten profiteren van de gunstige economische ontwikkeling.

Overkoepelend beeld

Het budgettaire beleid in Nederland werkt vaak procyclisch uit. In jaren van crisis gaan de lasten omhoog en de uitgaven omlaag (om het EMU-saldo niet teveel te laten verslechteren), in jaren van hoogconjunctuur gaan de uitgaven omhoog en de lasten omlaag (waardoor onvoldoende buffers worden opgebouwd voor een volgende recessie). Het budgettaire beleid heeft ook betrekkelijk weinig aandacht voor productieve structuurversterkende uitgaven en investeringen.

Het blijkt niet eenvoudig om consequent vast te houden aan het nationale trendmatige begrotingsbeleid. Bij een consequente toepassing is er in beginsel voldoende ruimte om de automatische stabilisatoren hun werk te laten doen. Dit is van groot belang om de volatiliteit van de Nederlandse economie te dempen.

Ook in 2019 staan verschillende wensen op gespannen voet met het consequent vasthouden aan de uitgangspunten van het trendmatig begrotingsbeleid. Zo zijn de lasten op huishoudens in eerdere jaren sterk verhoogd. Dit heeft het vrij besteedbare inkomen onder druk gezet, wat mogelijk heeft bijgedragen aan de volatiliteit van de particuliere consumptie. Tegen deze achtergrond is het dus een goede zaak als het vrij besteedbare inkomen door lastenverlichting toeneemt.

Ook de lasten voor bedrijven zijn verhoogd. Dit heeft mogelijk negatieve gevolgen gehad voor de private investeringen.

Een tweede overweging is dat Nederland een bijdrage moet leveren aan het herbalanceren van de eurozone. Nederland is een van de weinige landen die nu via budgettair beleid een bijdrage kan leveren aan het stimuleren van de binnenlandse vraag. Een grotere rol voor budgettair beleid is ook gewenst als complement van het monetaire beleid van de ECB. Het valt overigens op dat de Miljoenennota niet naar deze Europese invalshoeken verwijst.

In de derde plaats moet Nederland een manier vinden om de financiering van de verschillende transities in te passen in de budgettaire systematiek. De Raad van State adviseert om dit te doen binnen de kaders van het trendmatige begrotingsbeleid. De regering maakt (eenmalig?) een andere keus.

⁷⁸ Reactie regering zoals verwoord in: Raad van State (2019), Oordeel begrotingsautoriteit, no.WO6.19.0203/III.

5. Bevindingen

5.1 Algemene bevindingen

Voor 2008 was sprake van een periode van 'great moderation', waarbij beleidsmakers erop vertrouwden dat verantwoordelijk macro-economisch en monetair beleid zorgde voor een verminderde macro-economische volatiliteit. Het gevoelen was zelfs dat beleidsmakers met goed beleid en een klein beetje geluk de combinatie van stabiele groei en lage inflatie in eigen hand hadden. Met de bankencrisis, de eurocrisis en de daarmee gemoeide recessie is pijnlijk duidelijk geworden dat volatiliteitsrisico's zijn onderschat.

In de periode 2008-2013 is Nederland door de verslechterende externe omgeving zwaar geraakt. Daarbij speelden ook instituties van eigen makelij (inrichting woningmarkt, pensioenstelsel, financiering hypotheek en mkb, praktijk van het begrotingsbeleid) een belangrijke rol. Deze hebben het economisch herstel vertraagd.

Volatiliteit maakt kwetsbaar en onzeker

De Nederlandse economie heeft een relatief grote macro-economische volatiliteit. Dit leidt tot meer onzekerheid bij burgers (baanbehoud, pensioen, inkomen), bedrijven (binnenlandse vraag, rendement op investeringen, werven en behouden van personeel) en overheid (uitkeringen en belastingopbrengsten). Een volatiele economie doet ook een extra zwaar beroep op het aanpassingsvermogen en de flexibiliteit van burgers en bedrijven. Bedrijven versterken hun aanpassingsvermogen mede door gebruik te maken van flexibele contracten (zzp-ers, tijdelijke contracten, uitzendwerk) op de arbeidsmarkt. Op de arbeidsmarkt komt een groot deel van de volatiliteitsrisico's bij flexibele werkenden terecht. De negatieve gevolgen daarvan landen vooral bij de meest kwetsbare groepen van de flexibele werkenden.

In deze verkenning wordt onder volatiliteit verstaan: pieken en dalen in de ontwikkeling van de economie die groter zijn dan die van een normale conjunctuurbeweging, rekening houdend met het open karakter van de Nederlandse economie. In 2013 stelde de SER vast dat de Nederlandse economie in goede tijden sneller groeit dan het gemiddelde van de eurozone. Het spiegelbeeld hiervan is dat Nederland in slechte tijden harder en langer onderuit gaat.

Tegen deze achtergrond is het van belang om instituties die volatiliteit bevorderen kritisch tegen het licht te houden. In deze nieuwe verkenning wordt gezien hoe Nederland er in 2019 voorstaat. Uitgangspunt blijft dat het maatschappelijk gewenst is om onnodige volatiliteit te beperken⁷⁹. Van evengroot belang is het optimaal benutten van de mogelijkheden voor stabiliserend beleid. Verder is het zaak om goed oog te hebben voor de ongewenste verdelingseffecten van volatiliteit. Dit komt mede aan de orde in vervolgotrajecten van de SER.

Een verschil ten opzichte van 2013 is dat we ons in economisch opzicht nog verder op onbekend terrein bevinden, in een nieuwe wereld van langdurige lage of zelfs negatieve rentevoeten. Hier liggen vooral demografische trends en een ruim monetair beleid aan ten grondslag. Dat betekent mogelijk ook dat schulden (van huishoudens, bedrijven en overheden) anders moeten worden beoordeeld, omdat de rentelasten ervan veel kleiner zijn en daarmee relatief makkelijker te dragen.

⁷⁹ Volatiliteit kan ook voortvloeien uit economische dynamiek. Het ontwikkelen van nieuwe producten en sectoren is risicovol, maar belangrijk voor toekomstige economische groei.

Door plussen en minnen geen eenduidig beeld

In deze verkenning worden verschillende beleidsterreinen langsgelopen. De vraag is steeds: staat Nederland er op dit beleidsterrein nu beter voor dan in 2013? En hoe goed kan Nederland in 2019 een samenloop van volatiliteitsrisico's (over verschillende beleidsterreinen heen) het hoofd bieden? Dit levert een wisselend beeld op waardoor het moeilijk is om eenduidige conclusies te trekken.

Een belangrijke oorzaak is dat er op veel beleidsterreinen weliswaar stabiliserende hervormingen zijn doorgevoerd, maar dat ook sprake is van nieuwe ontwikkelingen. Zo zijn voor de financiële sector en de woningmarkt belangrijke hervormingen doorgevoerd, terwijl de hoofdlijnen van een nieuw pensioenakkoord vastliggen. Tot de nieuwe ontwikkelingen behoren de langdurig lage rente, de voortgaande flexibilisering van de arbeidsmarkt, urgente transitieopgaven en toenemende geopolitieke onzekerheden. Ook per beleidsterrein is vaak sprake van plussen en minnen. Dit maakt het des te moeilijker om over alle beleidsterreinen heen een overkoepelend oordeel te geven.

In dit licht is het nuttig om met wat-als scenario's te werken. Zo was destijds niet voorzien dat een samenloop van verschillende sectoren (woningmarkt, pensioenen, financiering hypotheek en mkb) de economie in een negatieve spiraal kon trekken. Het is goed om periodiek in kaart te brengen waar nieuwe kwetsbaarheden kunnen zitten en hoe deze elkaar zouden kunnen versterken. En om voor nieuwe kwetsbaarheden structurele oplossingen te vinden. De kadertekst bevat een hypothetisch voorbeeld van een nieuwe negatieve spiraal, ook vooruitkijkend naar mogelijke risico's bij een conjuncturele omslag.

Schokproefscenario: daling huizenprijzen en hogere rente

Een daling van de huizenprijzen in combinatie met een hogere rente zou nieuwe risico's op kunnen leveren voor de Nederlandse economie. Ook in zo'n scenario zijn er plussen en minnen, waardoor de per saldo uitkomst niet op voorhand duidelijk is.

Dalende huizenprijzen in combinatie met een hogere rente kunnen leiden tot vraaguitval, omdat huishoudens zich armer voelen (vermogens-effect) en minder te besteden hebben (inkomenseffect: hogere hypotheeklasten). Hier staat tegenover dat starters op de woningmarkt makkelijker aan een woning kunnen komen. Dalende huizenprijzen kunnen ook druk zetten op de huren, waardoor huishoudens met een huurwoning juist beter af kunnen zijn.

Dalende huizenprijzen zullen vermogensverliezen opleveren voor beleggers, waaronder pensioenfondsen en verzekeraars. Daar staat tegenover dat bij een hogere risicovrije rente de dekkingsgraden zullen verbeteren. Dit geeft pensioenfondsen meer mogelijkheden om pensioenen te indexeren.

Een aanvullend transmissiekanaal is de financiering van hypotheek en het mkb. Wellicht moeten banken door de prijsdalingen op de huizenmarkt verliezen nemen. Ook is denkbaar dat banken verliezen moeten nemen, omdat ze langlopende hypotheek tegen een hogere rente moeten herfinancieren. Dit kan ten koste gaan van de mogelijkheden om hypotheek en het mkb te blijven financieren. Vraaguitval op de binnenlandse markt zal de winstgevendheid van het mkb onder druk zetten, waardoor het kredietrisico voor banken toeneemt. Toenemende kredietrisico's zullen dan ten koste kunnen gaan van de levensvatbaarheid van het mkb.

Een scenario waarin in Nederland de huizenprijzen dalen en de rente abrupt stijgt, kan ook het gevolg zijn van oorzaken met een internationale dimensie. Voorbeelden hiervan zijn een Brexit, een handelsoorlog, een natuurramp en/of nieuwe spanningen in de eurozone. Dit kan gepaard gaan met vraaguitval in de landen waar Nederland naar exporteert. Er van uitgaande dat hervormingen op EU-niveau nog niet zijn afgerond (Bankenunie,

Kapitaalmarktunie, hervormingen eurozone), dan zullen er op EU-niveau minder mogelijkheden zijn om stabiliserend beleid te voeren.

In dit hypothetische scenario is uitgegaan van een abrupte rentestijging. Spiegelbeeldig hieraan kan ook een scenario worden uitgewerkt dat uitgaat van een verdergaande rentedaling. Zo kunnen centrale banken bij een nieuwe recessie hun instrumentarium verder benutten met als gevolg een daling van de reële rente. Dat verlaagt rentelasten, maakt schulden draaglijker (overheid, huishoudens, bedrijven) en kan daarmee positief uitwerken op de binnenlandse bestedingen (overheidsuitgaven, consumptie, investeringen). Maar in Nederland heeft een lagere rente ook bijzonder nadelige effecten voor spaarders, pensioenfondsen en verzekeraars.

Tabel 5 bevat de relevante domeinen uit deze verkenning en geeft de samenhang met volatiliteit weer. In de volgende paragraaf volgt per domein een toelichting.

Tabel 5 – Domeinen uit deze verkenning en de samenhang met volatiliteit

Domein	Samenhang met volatiliteit
Externe omgeving	Geopolitieke onzekerheid is toegenomen, maar kan worden beperkt door betere beleidsafstemming in EU.
Lange balansen	Lange balansen van huishoudens (niet liquide vermogens in eigen woningen en pensioenen tegenover hoge hypotheekschulden) zijn niet afgenomen, met potentiële risico's bij nieuwe schokken.
Besteedbare inkomens	Door lage vrij besteedbare inkomens in combinatie met hoge vaste lasten en geringe vrije besparingen, kunnen veel huishoudens bij economische tegenwind financieel in de knel komen te zitten.
Arbeidsmarkt	De grotere arbeidsmarktflexibiliteit vergroot zowel het aanpassingsvermogen van bedrijven (minder volatiel) als de inkomensschommelingen van flexibele arbeidskrachten (meer volatiliteit)
Woningmarkt	Ondanks fiscale aanpassingen voor eigen woningen blijft de woningmarkt volatiel. Er is geen stabiliserende huurmarkt voor de middeninkomens.
Pensioenen	Door overeengekomen aanpassingen in het pensioenstelsel neemt de gevoeligheid voor financiële schokken potentieel iets af.
Financiering MKB	Het midden- en kleinbedrijf ervaart nog steeds financieringsknelpunten. Dit kan vooral gaan knellen in een volgende recessie.
Budgettaire beleid	Het budgettaire beleid werkt in de praktijk vaak procyclisch uit en zet door het verhogen van de lasten in een recessie het besteedbaar inkomen van burgers en bedrijven onder druk.

5.2 Bevindingen per domein

5.2.1 Externe omgeving

Sinds 2013 is de externe geopolitieke omgeving onzekerder geworden. Beleidsafstemming binnen de EU kan volatiliteit beperken. Met een goed functionerende Europese Unie staan de afzonderlijke EU-landen sterker op het wereldtoneel. Voorbeelden hiervan zijn de afspraken om buitensporige macro-economische onevenwichtigheden te adresseren, het totstandbrengen van een Banken- en Kapitaalmarktunie en het verbeteren van de arbeidsmobiliteit binnen de Eurozone om nationale arbeidsmarkttekorten en –overschotten te beperken. Het recente SER-advies *Prioriteiten voor een fair Europa; samen sterker in een onzekere wereld* gaat op een aantal van deze aspecten nader in⁸⁰.

⁸⁰ SER-advies (2019), *Prioriteiten voor een fair Europa; samen sterker in een onzekere wereld*.

In de Europese beleidsdiscussie worden verschillende instrumenten genoemd die de Economische en Monetaire Unie stabielere kunnen maken. Voorbeelden zijn een afzonderlijke begroting voor de eurozone, een risicovrije euro-obligatie, en verschillende nog niet afgeronde onderdelen van de Bankenunie (gemeenschappelijke depositogarantie, gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme voor banken). Bij deze instrumenten is het zoeken naar de juiste balans tussen risicoreductie in de afzonderlijke lidstaten en risicodeling op het niveau van de EU of de eurozone.

In genoemde zoektocht stelt Nederland zich afhoudend op. Een belangrijke reden is het risico dat andere eurolanden gemeenschappelijke risicodeling gaan gebruiken om noodzakelijke aanpassingen in eigen huis uit te stellen. Toch brengt een al te afhoudende opstelling voor Nederland ook risico's mee. Een nieuwe vertrouwenscrisis in de eurozone zal Nederland hard kunnen raken. Het is dan in het Nederlandse belang dat de EMU als stabiliteitsanker kan optreden.

Tegen deze achtergrond doet Nederland er goed aan om hervormingen te steunen die de EU in staat stellen om stabiliserend te werken. Om dit te bereiken is een constructieve dialoog nodig.

5.2.2 Lange balansen van huishoudens

De balansen van Nederlandse huishoudens zijn sinds 2013 niet afgenomen. Dit levert potentiële risico's op in geval van nieuwe financiële en economische schokken. De risico's hebben vooral te maken met de combinatie van grote illiquide vermogensposities (huisvermogen, pensioenvermogen, hypotheekschulden), geringe vrije bestedingen als gevolg van hoge vaste lasten, en geringe liquide vermogensbuffers. Of die risico's zich daadwerkelijk voor doen, wordt duidelijk met een stresstest of schokproef voor de economie als geheel. Een bijzonder aandachtspunt hierbij is dat we ons in een nieuwe wereld bevinden met een langdurige lage (of zelfs negatieve) rente.

Er is een verband tussen lange balansen en fiscaliteit. Voor huishoudens en bedrijven blijft schuldfinanciering vanwege de renteaftrek relatief aantrekkelijk. Maar bij hoge schulden zijn huishoudens en bedrijven extra kwetsbaar voor renteverhoging en economische tegenslagen. Doordat de schulden van huishoudens en bedrijven in totaal hoog zijn in relatie tot het bbp, vormt dit een potentieel volatiliteitsrisico voor de economie als geheel⁸¹.

Tegen deze achtergrond is het goed om volatiliteitsrisico's periodiek in beeld te brengen via simulaties van schokbestendigheid (vergelijkbaar met eerdere schokproef overheidsfinanciën). Dit kan tevens duidelijk maken wat de invloed is van de al doorgevoerde danwel in aantocht zijnde hervormingen rond arbeidsmarkt, woningmarkt, budgettair beleid, belastingstelsel, en mkb-financiering.

5.2.3 Besteedbare inkomens

Beperkte vooruitgang in besteedbare inkomens

De afgelopen twintig jaar is er beperkte vooruitgang geboekt met het verhogen van de groei van het vrij besteedbare inkomen van huishoudens. Dat heeft verschillende redenen. De belangrijkste reden is dat de arbeidsproductiviteit trendmatig daalt. Ook is de loonkostenontwikkeling in deze periode achtergebleven op de arbeidsproductiviteit, hoewel we nu (door de conjunctuur) de omgekeerde beweging zien. Ten slotte zijn de

⁸¹ De lage renteomgeving maakt de schuldenlast dragelijker, maar levert in geval van renteverhoging een volatiliteitsrisico op.

collectieve lasten op een structureel hoger niveau terecht gekomen, waardoor het besteedbaar inkomen van huishoudens is achtergebleven. Ook vooruit kijkend zal de collectieve lastendruk bij ongewijzigd beleid op een hoog niveau blijven liggen. Daar staat wel tegenover dat private koopkrachtruimte verschuift naar collectieve consumptie (zorg en pensioen). In dat geval is er niet of nauwelijks ruimte voor het verbeteren van het vrij besteedbaar inkomen van huishoudens en bedrijven.

Verband loongroei, loonkosten en arbeidsproductiviteit

In het licht van het bovenstaande zullen hogere vrij besteedbare inkomens (in combinatie met grotere financiële buffers) bijdragen aan een grotere vrije bestedingsruimte en daarmee aan een lagere volatiliteit van de consumptie. Idealiter biedt een toenemende arbeidsproductiviteit ruimte voor hogere loonkosten en daarmee voor hogere lonen. Bedrijven kunnen door meer te innoveren de arbeidsproductiviteit doen toenemen. Achterblijvende lonen verminderen de prikkel voor het verhogen van de arbeidsproductiviteit.

In Nederland is sprake van een trendmatige daling van de groei van de arbeidsproductiviteit en van een loonkostengroei die daar nog bij achterblijft. Daar komt bij dat een verhoging van de loonkosten niet of beperkt gepaard gaat met een hoger nettoloon, door de hoge marginale wig. Deze marginale wig wordt onder andere veroorzaakt door de inkomensafhankelijke afbouw van toeslagen en heffingskortingen. Voor zover hogere loonkosten het gevolg zijn van lastenverzwaringen, zal er voor een verbetering van het besteedbaar inkomen weinig overblijven.

Een beleid dat inzet op een hoger vrij besteedbaar inkomen van huishoudens, moet dus ook inzetten op het verhogen van de lonen en de arbeidsproductiviteit en tegelijkertijd voorkomen dat deze verhogingen vervolgens worden afgeroomd door lastenverzwaringen. Dit onderwerp zal in vervolgotrajecten van de SER verder aan de orde komen.

Hoge vaste lasten weerspiegelen hoge collectieve uitgaven

Het verband tussen hoge vaste lasten, lage besteedbare inkomens van huishoudens en de volatiliteit van de Nederlandse economie is niet eenduidig. Op zich draagt een laag besteedbaar inkomen in combinatie met een gebrek aan liquide buffers bij aan een volatiele particuliere consumptie. Bij een tegenslag moeten veel huishoudens opeens bezuinigen. Dit leidt tot vraaguitval bij het op het binnenland georiënteerde mkb en versterkt de volatiliteit van de economie.

De hoge collectieve lastendruk (met name op arbeid en consumptie) is in belangrijke mate het spiegelbeeld van de grote rol van de overheid in de economie. Een grote overheid stabiliseert de binnenlandse bestedingen via de inkomsten- en uitgavenkant van de begroting. In een neergaande conjunctuur gaan de meeste overheidsuitgaven gewoon door, terwijl de uitgaven voor sociale vangnetten zelfs zullen toenemen. Op deze manier vormen hoge collectieve uitgaven een buffer tegen vraaguitval. Ze werken dan anticyclisch uit. En door de aanwezigheid van deze grote collectieve buffer kunnen huishoudens met kleinere buffers volstaan.

In de tweede plaats gaan mensen in goede tijden er in inkomen gemiddeld op vooruit, terwijl ze in slechte tijden vaak inkomen inleveren. Bij een progressieve belastingheffing (hoge belastingvrije voet in combinatie met een olopend tarief) is het netto-inkomen van huishoudens minder bewegelijk dan het bruto-inkomen. Op deze manier draagt de overheid ook via de inkomstenkant van de begroting een deel van het inkomensrisico.

Per saldo is het dus niet gezegd dat een hoge belastingdruk op arbeid en consumptie, via de lagere particuliere bestedingen, de volatiliteit van de economie verhoogt. Dit vraagt om nader onderzoek. Onderdeel van dit onderzoek is de vraag of een aangepaste belastingmix (minder nadruk op het belasten van arbeid en consumptie) de volatiliteit van de economie kan verlagen. Een evenwichtige belastingmix (arbeid, consumptie, milieu, vermogen, winst) past ook binnen een beleid dat gericht is op inclusieve groei en bij de afspraken die hierover in EU- en OESO-verband zijn gemaakt (het terugdringen van agressieve belastingplanning).

5.2.4 Arbeidsmarkt

De toename van verschillende type flexcontracten en de sterke toename van het aantal zzp'ers heeft verschillende oorzaken en motieven. Een deel hiervan helpt het bedrijfsleven om beter om te gaan met de bedrijfseconomische risico's van een volatiele economie. Op deze manier vermindert flexibilisering van de arbeidsmarkt de volatiliteit van de economie.

Het spiegelbeeld hiervan is dat de meeste flexibele werkenden minder werkzekerheid hebben en mede daardoor relatief sterke inkomensschommelingen kunnen ervaren. Flexibele werkenden hebben gemiddeld lagere inkomens en minder toereikende vangnetten. Dit kan bijdragen aan de volatiliteit van de binnenlandse bestedingen. Bij een deel van de zzp'ers zien we dat hun inkomen (aantal opdrachten, hoogte tarieven) veel directer reageert op de stand van de economie: in de grote recessie stonden hun inkomens sterk onder druk; de afgelopen jaren zijn hun inkomens juist gestegen. Een ander deel van de zzp-ers heeft ook in een opgaande conjunctuur een zwakke onderhandelingspositie.

Per saldo is niet op voorhand duidelijk wat het effect is van deze ontwikkelingen op de volatiliteit van de Nederlandse economie.

In de economie gaat het niet alleen om de volatiliteitsrisico's op zich, maar ook om de sociale gevolgen daarvan. Verschillende waarnemers (Europese Commissie, OESO, CBS, CPB, DNB) signaleren dat flexibele werkenden op de arbeidsmarkt grote volatiliteitsrisico's dragen, terwijl juist bij veel flexibele werkenden sprake is van tekortschietende sociale bescherming. Veel flexibele werkenden hebben ook minder mogelijkheden om te investeren in hun menselijk kapitaal. Dit is nadelig voor de groei van de arbeidsproductiviteit op de langere termijn.

Het zoeken is naar een goede balans tussen de behoefte van bedrijven aan flexibiliteit en de behoefte van flexibele werkenden aan toekomstperspectief en inkomenszekerheid. Hoe kunnen we de volatiliteitsrisico's op de arbeidsmarkt zo goed mogelijk opvangen en eerlijker verdelen over werkenden, bedrijven en de overheid? Dit is een onderwerp voor komende SER-trajecten.

Verband loonvorming en conjunctuur

De loonvorming (prijsvorming) op de arbeidsmarkt kent verschillende componenten. Ten eerste zijn dat de cao-lonen van werknemers: deze reageren sterk vertraagd op de stand van de economie, vanwege hun lange doorlooptijden. Ten tweede zijn dat individuele beloningen (zoals winst- en resultaatdeling, extra periodieken en bonussen en een hogere beloning bij een baanwisseling). Ten derde zien we bij een deel van de zzp'ers dat hun opdrachten en tarieven direct reageren op de stand van de economie.

Een bevinding uit de economische literatuur stelt dat het goed zou zijn om de (CAO-) loonvorming sneller te laten aansluiten bij de fluctuaties van de economie. In een neergaande conjunctuur zou een tijdige nominale loonverlaging dan het oplopen van

(langdurige) werkloosheid kunnen beperken⁸². Deze analyse is macro-economisch gezien onvolledig. In een neergaande conjunctuur is het ook van belang om het vertrouwen niet te ondermijnen en om de koopkracht zoveel mogelijk op peil te houden. Een te snelle reactie van de lonen op de conjunctuur zou de volatiliteit van de consumptie nog verder kunnen versterken.

De aansluiting tussen loonvorming en conjunctuur vraagt om nader onderzoek. Zo is er in reactie op de recessie van 2008-2012 geen sprake geweest van een nominale loondaling, maar wel van een reële loondaling. Na 2013 is de loonontwikkeling juist betrekkelijk lang achtergebleven bij de aantrekkende economie. Het is goed om te onderzoeken of, en zo ja hoe de loonvorming kan bijdragen aan verhogen van de arbeidsproductiviteit en het verminderen van de volatiliteit van de Nederlandse economie. Dit kan in komende SER-trajecten aan de orde komen.

5.2.5 Woningmarkt

De hoge hypotheekschuld van huishoudens blijft een belangrijke risicofactor, hoewel hier in de afgelopen jaren belangrijke stappen zijn gezet. Fiscale wijzigingen hebben ertoe geleid dat de *loan-to-value* ratio is gedaald: het maximale leenbedrag bij nieuwe hypotheekleningen is verlaagd en er geldt eveneens een aflossingsverplichting. Deze lagere *loan-to-value* ratio verlaagt het risico dat huishoudens na een forse prijsdaling financieel onder water komen te staan. Daar staat tegenover dat een abrupte en forse daling van de huizenprijzen nog steeds grote macro-economische effecten kan hebben en een neergaande conjunctuur kan versterken. Keerzijde van de lagere *ltv*-ratio is dat het voor starters op de woningmarkt bijna onmogelijk is geworden om zonder eigen vermogen een woning te kopen, terwijl er maar beperkte betaalbare huuropties beschikbaar zijn. Deze situatie drukt zwaar op het besteedbaar inkomen van starters, in een levensfase waarin deze groep juist hoge lasten ervaart bij gezinsvorming en -uitbreiding. De *loan-to-income* ratio is dan ook een belangrijke tweede indicator. De *lti*-ratio geeft de verhouding weer tussen de hoogte van de hypotheeklening en het beschikbaar inkomen van een huishouden. Bij een lagere *lti*-ratio kunnen negatieve inkomensschokken makkelijker opgevangen worden.

Aan de aanbodzijde van de woningmarkt is nog steeds sprake van een grote volatiliteit, met een negatieve doorwerking naar de economie als geheel. Tijdens de crisis daalde de productie van woningen significant, onder andere als gevolg van ingezet overheidsbeleid. In die periode hebben veel werknemers de bouwsector moeten verlaten. Tijdens de huidige oververhitting ondervinden veel bouwbedrijven juist schaarste aan personeel en materieel. Bij gemeenten is er nu een tekort aan voldoende plancapaciteit aangezien veel deskundigen gedurende de crisis van baan zijn veranderd. De bouw van nieuwe woningen blijft dan ook achter bij de streefcijfers.

Het is dus van groot belang om de bouw- en plancapaciteit te versterken en minder afhankelijk te maken van de conjunctuurbeweging.

Verder blijft het zaak om het middensegment van de huurmarkt beleidsmatig meer te ondersteunen. Door het ontbreken van een betaalbaar middensegment blijven veel middeninkomens aangewezen op een corporatiewoning, die eigenlijk niet meer voor hen bedoeld is. Hierdoor staan veel starters voor de keus om te gaan huren in de vrije sector (met voor hen heel hoge woonlasten) of te gaan kopen (wat door de hoge prijzen vaak geen of een te dure optie is). Het ontwikkelen van een middensegment op de huurmarkt

⁸² Omgekeerd geredeneerd: in een opgaande conjunctuur zou een tijdige loonverhoging oververhitting van de arbeidsmarkt kunnen tegengaan.

is dus nodig om de doorstroom van middengroepen mogelijk te maken en te voorkomen dat starters moeten kiezen tussen te hoge woonlasten en te hoge hypotheekschulden.

Tegen deze achtergrond pleit de raad voor een vijfjarenplan voor de ontwikkeling van een functionerende huurmarkt voor starters en midden-inkomens. Dit vraagt onder meer om een flinke uitbreiding van de plancapaciteit bij lagere overheden, een snellere omzetting van potentiële bouwplannen in feitelijke productie, en een gelijk spelveld tussen huren en kopen.

De huidige lage rente heeft prijsopstuwend gewerkt, maar daarentegen de financierbaarheid van koopwoningen juist verbeterd. Wanneer de conjunctuur omslaat en de prijzen mogelijk weer dalen, zal dit de economische terugval versterken. Daar staat dan tegenover dat de mogelijkheden voor starters in eerste instantie kunnen verbeteren.

5.2.6 Pensioenen

Waar de lage risicovrije rente de huizenmarkt heeft aangejaagd (en daarmee de consumptie), heeft deze een negatieve invloed gehad op de dekkingsgraden van pensioenfondsen. Lage dekkingsgraden hebben een negatieve invloed gehad op de consumptie via uitgebleven indexering en de hoge premies hebben de economische groei tijdens de crisis vertraagd.

Door buffervorming en risicodeling heeft de pensioenopbouw in de tweede pijler in beginsel een belangrijke stabiliserende werking. Het vermogen kan stabiliserend uitwerken wanneer de pensioenen op peil blijven, terwijl de arbeidsinkomens (bijvoorbeeld door werkloosheid) gemiddeld dalen. Door de grote omvang van de pensioenvermogens en –verplichtingen ten opzichte van het bbp blijft de Nederlandse economie niettemin potentieel gevoelig voor financiële schokken.

De aanpassing van het Financieel Toetsingskader in 2015 heeft een bijdrage geleverd aan meer stabiliteit, onder andere door de toepassing van de spreidingsmethodiek, premiedemping en de introductie van de beleidsdekkingsgraad. Het effect van het in 2019 overeengekomen pensioenakkoord is afhankelijk van de verdere uitwerking. Te verwachten valt dat de premiestabiliteit in de nieuw voorgestelde regelingen iets verder toeneemt, terwijl de uitkeringen juist iets meer zullen meebewegen met de financiële markten.

5.2.7 Financiering en het MKB

Er zijn aanwijzingen dat het bedrijfsleven anno 2019 nog steeds financieringsknelpunten ervaart. Het gaat hierbij onder meer om een teruglopende kredietverlening aan zowel grotere als mkb-bedrijven (relatief strenge kredietvoorwaarden). De aanwijzingen vormen echter geen sluitend bewijs. Er is meer onderzoek nodig om conclusies te kunnen trekken.

Er is duidelijk sprake van een teruglopende kredietverlening aan het Nederlandse bedrijfsleven door de Nederlandse grootbanken. Bij de grotere bedrijven kan dit te maken hebben met de toenemende aantrekkelijkheid van obligatiefinanciering. In dat geval ervaren de Nederlandse grootbanken minder vraag naar krediet. Deze ontwikkeling kan wel een volatiliteitsrisico opleveren in de zin dat de grotere bedrijven bij een omslag van het beursklimaat wellicht niet meer kunnen terugvallen op bancaire kredietverlening.

Nederlandse banken zijn verreweg de belangrijkste externe financier van het Nederlandse mkb. Ten opzichte van het mkb in andere eurolanden ervaart het Nederlandse mkb echter relatief strenge kredietvoorwaarden (hogere rente, hogere kans op afwijzing). In de huidige gunstige conjunctuur wordt de verminderde toegang tot bancair krediet deels opgevangen door interne financiering uit winstinhouding. De hogere besparingen bij het Nederlandse mkb zijn daar een uiting van. Het risico bestaat dat de winsten in een neergaande conjunctuur zullen dalen. Als bancaire kredietverlening dan extra verkrappt, dan kan dat de economische neergang versterken. Het is dan ook van belang dat de financiering van het mkb minder volatiel en meer robuust wordt gemaakt.

Meer in het algemeen beperken financieringsknelpunten de doorgroeimogelijkheden van het Nederlandse mkb. Zo kunnen mkb-bedrijven, anticiperend op financieringsknelpunten, terughoudend zijn met investeringen. Zo'n strategie is schadelijk in dynamisch perspectief. Als de groei van innovatieve bedrijven wordt geremd, dan is dat schadelijk voor de groei van de arbeidsproductiviteit. Aan de andere kant worden bij een te soepele kredietverlening ook minder productieve projecten gefinancierd. Het proces van creatieve destructie, wat nodig is voor een hogere productiviteitsgroei op de langere termijn, komt dan onvoldoende van de grond.

De teruglopende bancaire kredietverlening aan het mkb kan verschillend worden geduid. Het is lastig om te bepalen wat het optimale aandeel van bancaire kredietverlening in de mkb-financiering is. Er kan sprake zijn van kredietrantsoenering als Nederlandse banken ook gezonde mkb-bedrijven geen (of steeds minder) krediet willen verstrekken. Tegelijk kan van banken niet worden gevraagd om verliesfinanciering te verstrekken.

Er zijn diverse manieren om financieringsknelpunten te verzachten (zie kader).

Verzachten van financieringsknelpunten

- Gelet op de grote afhankelijkheid van bancair krediet en de mogelijkheid van marktfalen (concentratie kredietaanbod bij beperkt aantal banken, kredietrantsoenering, schaalnadelen, informatie-asymmetrie) is het goed dat de overheid de financiering van het mkb blijft bevorderen.
 - Het bevorderen van alternatief financieringsaanbod kan helpen om de afhankelijkheid van het mkb van bancaire financiering te verminderen. De verschuiving naar een meer diverse financieringsmix is al gaande, maar nog relatief jong. Alternatieve financieringsinstrumenten (Qredits, crowd funding, kredietunies) leggen nog steeds weinig gewicht in de schaal. Het is belangrijk om ook institutionele beleggers voor mkb-financiering te interesseren.
 - Voltooiën van de Banken- en Kapitaalmarktunie zou via diversificatie, schaalvoordelen, alternatief aanbod en lagere transactiekosten ruimte voor mkb-financiering in Nederland kunnen scheppen. Zo zal een kapitaalmarktunie meer mogelijkheden bieden voor de securitisatie van kleine mkb-kredieten.
 - Voor het verminderen van de informatie-asymmetrie zijn verschillende routes denkbaar: het actief stimuleren van Standard Business Reporting, het oprichten van een centraal kredietregister en het stimuleren van een markt voor risicobeoordelingen. Deze mogelijkheden sluiten elkaar niet uit. Het is goed dat hier nader onderzoek naar wordt gedaan.
 - Ten slotte is het van belang om de samenhang te onderzoeken tussen de markt voor hypotheekfinanciering en de markt voor mkb-financiering. Op zich gaat het hier om twee heel verschillende beleidsterreinen. Maar het is mogelijk dat goede bedoelingen op het ene beleidsterrein onbedoelde bijwerkingen hebben voor de financiering van het Nederlandse mkb. Dit speelt vooral in een situatie waarin banken zich niet ongelimiteerd kunnen financieren op internationale kapitaalmarkten en dus moeten kiezen tussen financieringsprojecten.
-

Bovenstaande oplossingsrichtingen hebben tot doel om de financiering van het Nederlandse mkb te versterken, te verbreden en robuuster te maken voor economische volatiliteit.

5.2.8 Budgettair beleid

Het trendmatige begrotingsbeleid beoogt contracyclisch te zijn, doordat de automatische stabilisatoren hun werk kunnen doen. De raad constateert echter dat de overheid na 2008 is terugggevallen op feitelijke saldosturing, met bezuinigingen en aanzienlijke lastenverzwaringen voor huishoudens en bedrijven tot gevolg. Deze hebben procyclisch uitgedaakt en de recessie verdiept (en meer dan in andere landen het geval was). In goede tijden werden de overheidsuitgaven verhoogd, wat ook procyclisch heeft uitgewerkt.

Nu Nederland een overschot op de begroting heeft, is het zaak om een veilige afstand tot de begrotingsnormen van Maastricht te bewaken. In dat geval kunnen bij een volgende recessie de automatische stabilisatoren onverstoord hun werk doen. Daarmee kan het begrotingsbeleid meer toekomen aan het doel van macro-economische stabilisatie. Het kan ook helpen voorkomen dat in tijden van recessie productieve overheidsuitgaven (investeringen, onderzoek, onderwijs) onnodig hard worden geraakt.

Ook los van de conjunctuur is het beeld dat productieve overheidsuitgaven onder druk zijn komen te staan. Nederland staat bovendien voor grote uitdagingen bij de totstandbrenging van transities en de implementatie van maatschappelijke akkoorden. Voor deze uitdagingen moet binnen de overheidsbegroting stabiele financiering voor de lange termijn worden gevonden.

Een aanvullende overweging is dat het budgettaire beleid ook kan helpen bij de stabilisering van de Nederlandse economie (en daarmee van de eurozone), gegeven de beperkte ruimte van de Europese Centrale Bank om de economie van de eurozone te stabiliseren, gezien het huidige zeer ruime monetaire beleid.

Tegen deze achtergrond is er duidelijk behoefte aan nader onderzoek: hoe kan de stabiliserende werking van het trendmatige begrotingsbeleid worden gecombineerd met de langetermijn financiering van de verschillende transitieopgaven en met de gewenste stabilisering van de economie van de eurozone?

Een tweede, hieraan gerelateerde onderzoeksvraag is hoe in een neergaande conjunctuur productieve overheidsuitgaven (investeringen, onderzoek, onderwijs) kunnen worden ontzien.

Een derde onderzoeksvraag raakt aan de gewenste brede belastingherziening. Hoe kan de verdeling van de belastingdruk over arbeid, consumptie, milieu en kapitaal beter aansluiten op het streven naar inclusieve groei?

5.3 Tot slot

In deze verkenning heeft de SER de mate van volatiliteit van de Nederlandse economie anno 2019 voor een groot aantal domeinen in kaart gebracht. De algemene constatering is dat er sinds de verkenning van 2013 veel is gebeurd, maar een eenduidig antwoord op de vraag of de Nederlandse economie meer of minder volatiel is geworden, valt niet goed te geven. Sommige volatiliteitsrisico's zijn geadresseerd, maar er zijn ook nieuwe risico's opgekomen.

Dit ligt deels aan nieuwe, vooral externe ontwikkelingen die om een beleidsmatige reactie vragen. Aansprekende voorbeelden zijn de toenemende geopolitieke onzekerheden en de langdurige lage rente. Daarnaast dringt digitalisering door in alle domeinen van het economisch en maatschappelijk leven en zijn de transitieopgaven op het gebied van klimaat, milieu, natuur en demografie urgenter geworden. Het is niet eenvoudig om aan te geven welke invloed de optelsom van deze ontwikkelingen heeft voor de volatiliteit van de Nederlandse economie.

Tegen deze achtergrond is het wel zaak dat de stabiliserende rol van de Europese Unie goed tot zijn recht kan komen.

Een tweede reden is dat er op individuele beleidsterreinen ontwikkelingen zijn geweest met plussen en minnen als het gaat om de gevolgen voor de macro-economische volatiliteit. Dit maakt het extra moeilijk om over de verschillende beleidsterreinen heen uitspraken te doen over de economie als geheel. Daar staat tegenover dat Nederland op individuele beleidsterreinen aanvullende stabiliteitsbevorderende hervormingen (aanpassingen aan instituties van eigen makelij) vaak in eigen hand heeft.

Voorbeelden zijn:

- De woningmarkt. Bij hypotheekfinanciering zijn stabiliserende hervormingen doorgevoerd, maar er is nog steeds geen sprake van voldoende woningaanbod (en woningproductie) en van een goed functionerende huurmarkt voor starters en middeninkomens. Hierdoor zitten met name starters op de woningmarkt in een klem. Zij zijn ofwel aangewezen op een veel te dure huurwoning of op een (in vergelijking tot hun inkomen) veel te hoge hypotheek. Ook is het aandeel woonlasten voor middeninkomens sterk gestegen.
- Tegen deze achtergrond zijn drie aanbevelingen van belang. In de eerste plaats een vijfjarenplan voor de ontwikkeling van een beter functionerende huurmarkt voor starters en middengroepen. Dit vraagt onder meer om een flinke uitbreiding van de plancapaciteit bij lagere overheden, een snellere omzetting van potentiële bouwplannen in feitelijke productie, en een gelijk spelveld tussen huren en kopen. De tweede aanbeveling is een betere aansluiting van de structurele bouwcapaciteit op de vraag naar woningen, onder vermindering van conjuncturele pieken en dalen. De derde aanbeveling heeft het karakter van een dwingende vraag: schiet bij hypotheekfinanciering de verplichting van 100 procent aflossing binnen 30 jaar niet zijn doel voorbij? Wellicht zou een lager verplicht aflossingspercentage kunnen volstaan. Dit, ook in relatie tot het beperkte vrij besteedbare inkomen van huishoudens.
- Besteedbaar inkomen, collectieve lasten, loonvorming en arbeidsproductiviteit. Dit grote en ingewikkelde domein staat deels los van macro-economische volatiliteit, terwijl er ook duidelijke raakvlakken zijn. Het overkoepelende beeld is dat huishoudens de afgelopen decennia nauwelijks koopkrachtwinst hebben geboekt. De belangrijkste reden zijn hogere collectieve lasten (belastingen en premies) en hogere vaste lasten (wonen) in het algemeen. Een tweede reden is de trendmatige daling van de arbeidsproductiviteit. De laatste reden is dat de loonontwikkeling achtergebleven is bij de groei van de arbeidsproductiviteit. De beperkte groei van het vrij besteedbaar inkomen maakt veel huishoudens kwetsbaar voor economische tegenspoed. Er is dan weinig ruimte om via vrije besparingen een buffer aan te leggen of schulden af te lossen. Bij een terugval in inkomen moeten veel huishoudens meteen bezuinigen, wat bijdraagt aan de volatiliteit van de binnenlandse consumptie.

Tegen deze achtergrond is het zaak om de gewenste relaties tussen besteedbaar inkomen, collectieve lasten, loonvorming en arbeidsproductiviteit opnieuw te

doordenken. Dit, ook in het licht van de voortgaande flexibilisering van de arbeidsmarkt.

- De werking van de arbeidsmarkt. In een volatiele economie hebben bedrijven behoefte aan flexibiliteit. Op de arbeidsmarkt komt een groot deel van de volatiliteitsrisico's bij flexibele werkenden terecht. De negatieve gevolgen daarvan landen bij de meest kwetsbare groepen van de flexibele werkenden. Dit zijn werkenden die gemiddeld minder verdienen dan werknemers in vaste dienst, die (nog) minder ruimte hebben voor het aanleggen van financiële reserves, en die een minder goede toegang hebben tot sociale vangnetten. Bij een komende recessie zal het kwetsbare deel van de flexibele werkenden de hand op de knip moeten houden, wat zal bijdragen aan de volatiliteit van de consumptie.
- De markt voor mkb-financiering. Opkomend alternatief financieringsaanbod biedt nog geen compensatie voor de verminderde toegang van mkb-bedrijven tot bancair krediet. In een opgaande conjunctuur kan het mkb dit compenseren door meer nadruk te leggen op financiering uit ingehouden winsten. In een neergaande conjunctuur kan een verminderde toegang tot bancair krediet de recessie verdiepen.
- Budgettaire beleid. Bij een goede toepassing van de begrotingsregels (trendmatig begrotingsbeleid) zou het budgettaire beleid stabiliserend moeten werken, maar in de praktijk werkt het budgettaire beleid vaak procyclisch uit. Daarmee staan in de praktijk productieve overheidsuitgaven (investeringen, onderwijs, onderzoek) onder druk. In de komende kabinetsperiode moet bovendien een begin worden gemaakt met de financiering van de verschillende transitieopgaven.

Dit SEA-rapport heeft niet de ambitie om op alle onderscheiden beleidsterreinen concrete aanbevelingen te doen. De analyse reikt bouwstenen aan voor verdere discussie en verdieping. Dit vindt onder meer plaats in lopende en komende SER-adviestrajecten, die mede tot doel hebben de robuustheid van de Nederlandse economie en de weerbaarheid van burgers, ondernemers en werkenden te vergroten.

Bijlage:
 Samenstelling Commissie Sociaal Economische
 Aangelegenheden

Verkenning: Volatiliteit Nederlandse economie nader bezien

Leden

Onafhankelijke en adviserende leden

drs. M.I. (Mariëtte) Hamer (voorzitter)
 prof. dr. R.J. (Romke) van der Veen (plv. voorzitter)
 dr. A. (Albert) van der Horst (CPB)
 prof.dr.J.M. (Jan Marc) Berk (DNB, tot juni 2019)
 dr. T.R.J.P. (Tjerk) Kroes (DNB, vanaf juni 2019)
 prof. dr. B.J. (Bas) ter Weel

Ondernemersleden

F. (Feroz) Amirkhan (VNO-NCW & MKB-Nederland)
 G. (Guusje) Dolsma (VNO-NCW & MKB-Nederland)
 A. (Anthony) Stigter (VNO-NCW & MKB-Nederland)
 ir. H.J.J.H. (Hans) Koehorst (LTO-Nederland)

Werknemersleden

W.J. (Willem Jelle) Berg (CNV)
 dr. H. (Henk) van der Velden (FNV)
 J. (Jan) Kouwenberg (FNV)
 A. (Tuur) Elzinga (FNV)
 drs. C.C.H.J. (Chris) Driessen (FNV, tot april 2019)
 drs. A.P.C.M. (Nic) van Holstein (VCP)

Ministeriële vertegenwoordigers

H. (Hans) Beens (SZW)
 R.F.J. (Robin) Bode (EZK)

Secretariaat

drs. A.R.G.J. (Roland) Zwijs
 drs. B.(Blanca) Beuving
 drs. J.(Jeroen) Visser

Plaatsvervangende leden

C. (Cindy) Biesenbeek MSc

T. (Thomas) Grosfeld
 A. (Anneloes) Goossens
 mr. W.L.E. (Winand)
 Quaedvlieg

dr. V. (Viera) Spanikova
 J.J. (Jacob Jan) Koopmans
 K. (Klaas) Bangma
 M. (Marjolijn) Bulk

A.C. (Amerik) Klapwijk MSc



SOCIAAL-ECONOMISCHE RAAD

Bezuidenhoutseweg 60

Postbus 90405

2509 LK Den Haag

T 070 3499 525

E communicatie@ser.nl

www.ser.nl

© 2020, Sociaal-Economische Raad